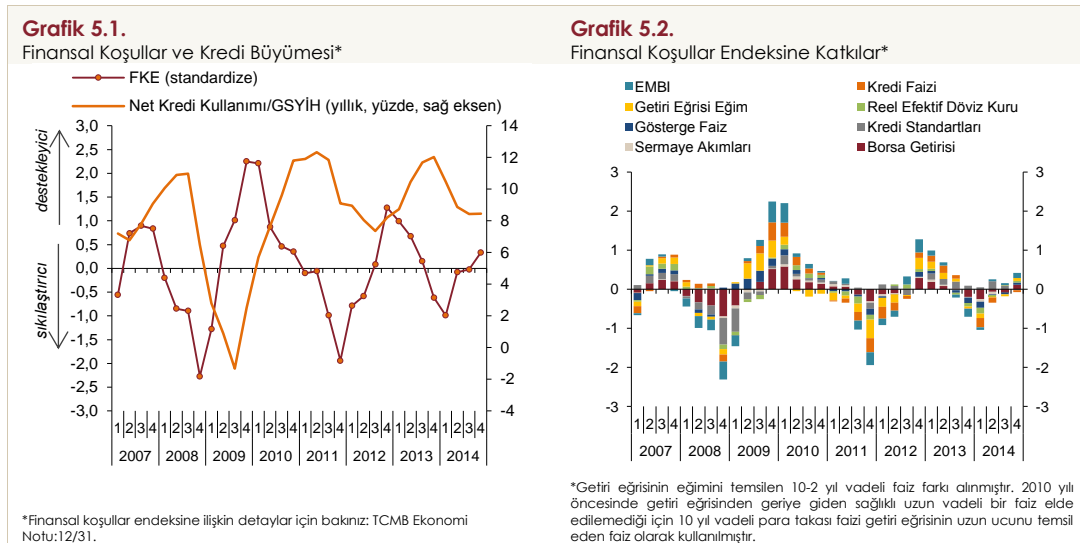


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

Yılın son çeyreğinde küresel finansal piyasalar dalgali bir seyir izlemeye devam etmiştir. Japonya, Çin ve Euro Bölgesi büyüme görünümünde zayıf bir seyir gözlenirken, ABD'de açıklanan büyüme rakamları ve öncü göstergeler iktisadi faaliyette toparlanmaya işaret etmiştir. Bu gelişmeler gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında ayrılmaya neden olmuştur. Euro Bölgesi ve Japonya'da gevşek para politikası duruşunun sürdürüleceği beklentisinin yanı sıra Fed'in para politikasında normalleşmeyi beklenenden daha erken başlatabileceğine dair algılar güçlenmiştir. Öte yandan iktisadi faaliyetteki toparlanmaya rağmen Fed'in faiz artışında acele etmeyeceğine dair yaptığı açıklamalar faiz kararına ilişkin belirsizlikleri korumuştur. Ayrıca Ortadoğu'da artan jeopolitik riskler ve petrol fiyatlarındaki belirgin düşüşün petrol ihrac ve ithal eden ekonomiler üzerindeki etkilerinin farklılaşması küresel finansal piyasaların dalgali bir seyir izlemesine yol açmıştır.

Petrol fiyatlarındaki gerileme özellikle petrol ihrac eden gelişmekte olan ülkelerin makro göstergeleri ve finansal piyasalarını olumsuz etkilerken, enerji ithal eden Türkiye'nin cari açık ve enflasyon görünümünde iyileşmeye destek vermiştir. Düşen petrol fiyatlarının yanı sıra Euro Bölgesi ve Japonya'da açıklanan nicel genişleme paketleri ve Fed'in faiz artışında sabırlı davranacağına ilişkin açıklamalar Türkiye'de finansal piyasaları görece olarak daha olumlu etkilemiş ve küresel finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmaların yurt içi piyasalara olumsuz yansımalarını sınırlamıştır. Enflasyon görünümü ve cari açığı iyileşme Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarını, döviz kuru, hisse senedi ve bono piyasalarını olumlu etkilemiştir.

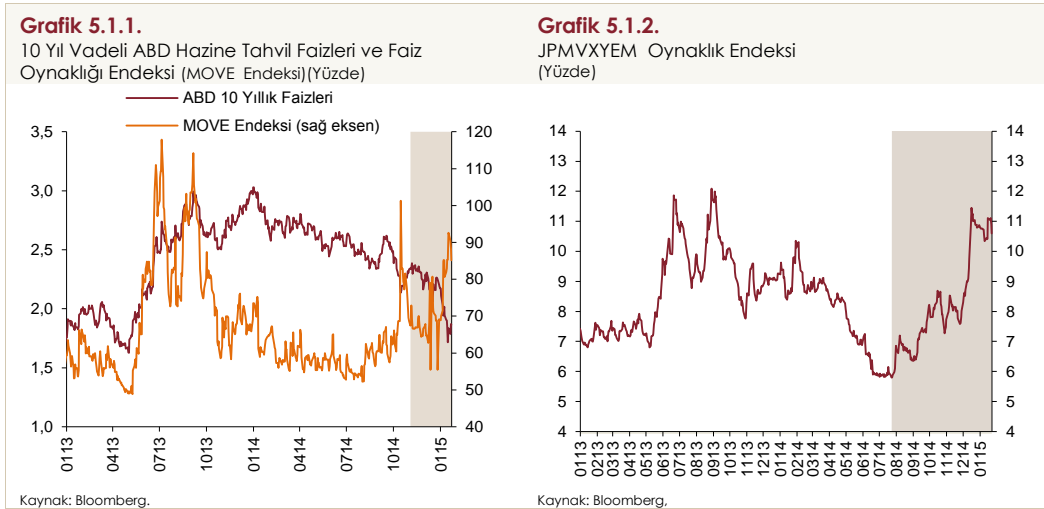
Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi 2014 yılının son çeyreği için finansal koşulların bir önceki döneme kıyasla daha destekleyici bir konuma geldiğini göstermekle birlikte gelinen seviye itibarıyla önümüzdeki dönemde kredilerde belirgin bir ivmelenmeye işaret etmemektedir (Grafik 5.1). Bu dönemde endekste yer alan çeşitli değişkenlerin finansal koşullara katkıları da genellikle düşük de olsa pozitif seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.2). Kredi koşulları ve kredi faizinin katkısı son çeyrekte nötr seviyesine yakın gerçekleşirken risk primi, döviz kuru, borsa getirisi ve piyasa faizleri destekleyici yönde katkı vermiştir.



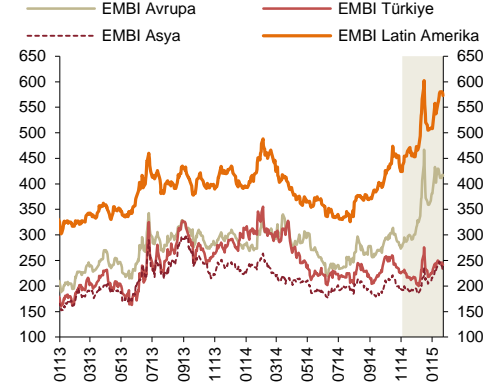
5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

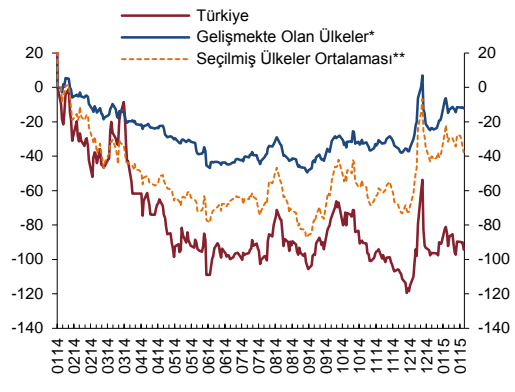
Küresel para politikalarındaki belirsizlikler 2014 yılının son çeyreğinde de devam etmiş, ABD ekonomisinin üçüncü çeyrek yıllık büyüme oranının bir önceki çeyrek büyüme oranına benzer şekilde oldukça yüksek olması ile birlikte öncü göstergelerde gözlenen toparlanma Fed'in faiz artırımını daha erken bir tarihe alabileceği yönünde güçlü bir algı oluşturmuştur. Öte yandan, Euro Bölgesi'ndeki iktisadi faaliyetin zayıf seyri ve mevcut deflasyonist duruma karşılık olarak ECB politika faizi ve bankaların ECB nezdindeki mevduatlarına uyguladığı negatif faizi sabit tutarken ekonomiyi canlandırmak için daha önce duyurduğu ve iki yıl sürdürmeyi planladığı varlığa dayalı menkul kıymet satın alımları politikasını yılın ilk çeyreğinde uygulamaya başlamıştır. Bu çeyrekte gözlenen diğer bir önemli gelişme ise Japonya'nın 2014 yılı ikinci ve üçüncü çeyrek verilerinin ekonomide daralmaya işaret etmesi nedeniyle Japonya Merkez Bankası'nın ekonomiyi destekleme amacıyla nicel ve nitel genişleme politikalarını hayata geçirmesidir. Bu dönemde küresel para politikalarına dair devam eden belirsizlikler, artan jeopolitik riskler ve enerji ve emtia fiyatlarında gözlenen sert düşüş oynaklık endekslerinde keskin artışlara yol açmıştır (Grafik 5.1.1 - Grafik 5.1.2). Bozulan risk algılamaları sonrasında küresel yatırımcıların güvenli liman olarak gördükleri ABD varlıklarına artan talebi ve yatırımcıların hisse senedinden ziyade devlet tahvillerini tercih etmesi, ABD'de uzun vadeli faizlerdeki düşüş eğiliminin sürmesini sağlamıştır (Grafik 5.1.1).



Yılın son çeyreğinde, ABD ekonomisi büyüme rakamlarının açıklanması sonrasında Fed'in faiz artırımını ile ilgili sinyaller, gelişmekte olan ülke büyümelerinin beklentilerin altında kalma riski ve enerji fiyatlarında görülen keskin düşüş gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılarını olumsuz yönde etkilemiş ve bu ülkelerin risk primlerinde artışlar gözlenmiştir. 2014 yılının ilk yarısında Gelişmekte Olan Ülkeler Bono Endeksi (EMBI) değerinde görülen düşüş yılın ikinci yarısında yerini artış eğilimine bırakmıştır (Grafik 5.1.3). Diğer taraftan, yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir izleyen Kredi Temerrüt Takası (CDS) primlerinde yılın son çeyreğinde, düşen enerji fiyatları ile birlikte özellikle petrol ihraç eden ülkelere yönelik risk algısının artmasından dolayı sert bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.4).

Grafik 5.1.3.Bölgesel EMBI Endeksleri
(Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.4.Kümülatif Kredi Temerrüt Takası (CDS) Değişimleri
(24 Ocak 2014'ten itibaren, Baz Puan)

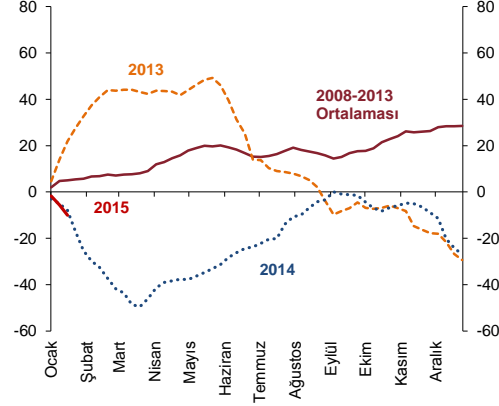
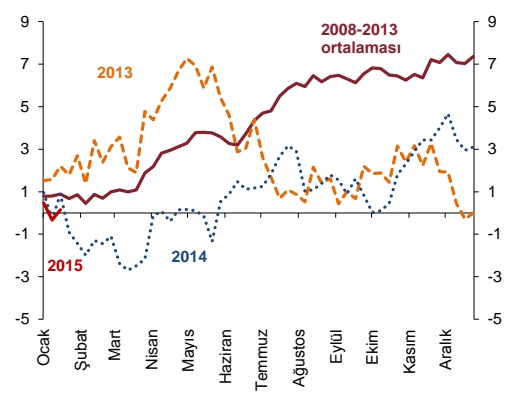
* GOÜ içerisinde Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cum., Macaristan, Endonezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Güney Afrika bulunmaktadır.

** Seçilmiş Ülkeler Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika'dan oluşmaktadır.

Kaynak: Bloomberg.

Portföy Hareketleri

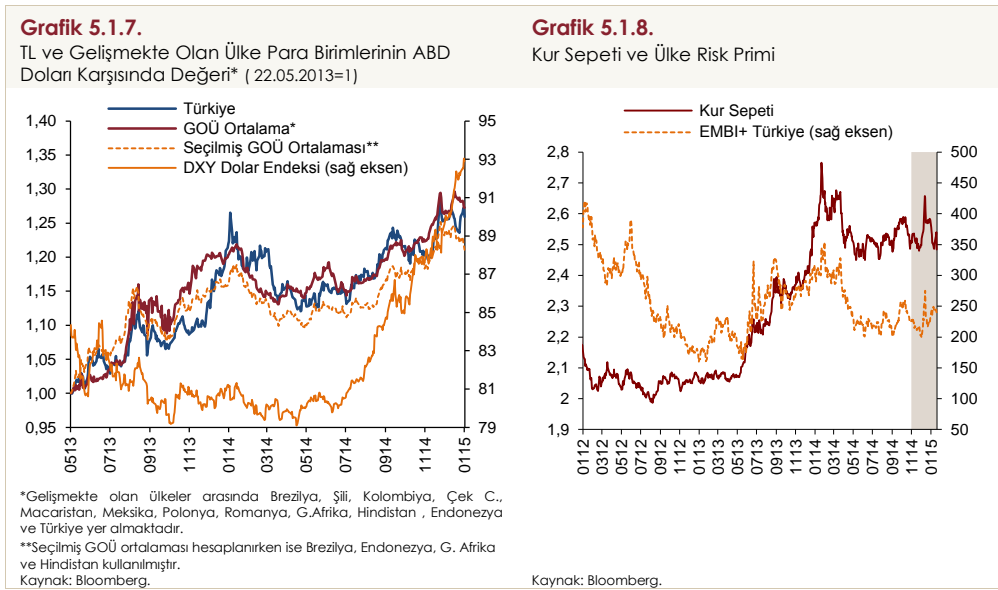
Gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarında gözlenen ivme kaybı ve küresel para politikaları kaynaklı belirsizlikler nedeniyle 2014 yılı son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan portföy çıkışları 2015 yılı başında da devam etmiştir (Grafik 5.1.5). Bu dönemde Türkiye'ye portföy akımları ise düşen enerji ve emtia fiyatlarının ülke riskini azaltmasından dolayı artmış ve özellikle petrol ihrac eden diğer gelişmekte olan ülkelere belirgin olarak farklılaşmıştır. Ekim-Kasım döneminde görülen güçlü portföy girişlerine karşılık Aralık ayında ise sınırlı çıkışlar yaşanmıştır. Bununla beraber, 2014 yılı başından itibaren birikimli portföy akımları pozitif düzeyde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5.Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri*
(Milyar ABD Doları)*Hisse senedi ve borçlanma senetlerine yapılan portföy hareketlerini kapsamaktadır.
Kaynak: EPFR.**Grafik 5.1.6.**Türkiye'deki Portföy Hareketleri*
(Milyar ABD Doları)*Hisse senedi ve DİBS portföy hareketlerini kapsamaktadır. DİBS verisinden Repo'ya girişler çıkarılmıştır.
Kaynak: TCMB.

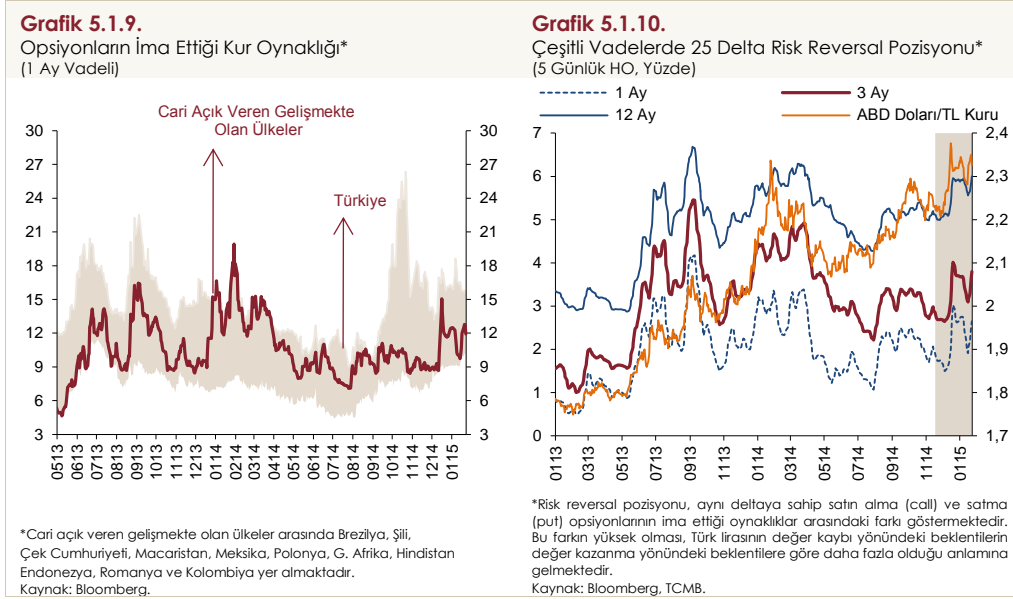
Döviz Kurları

ABD'de açıklanan olumlu büyüme ve istihdam verileri, öncü göstergelerin işaret ettiği iktisadi toparlanma ve Fed'in açıklamaları, piyasalarda Fed'in para politikasında normalleşmeyi beklenenden daha erken başlatabileceğine dair bir algı oluşturmuştur. Diğer taraftan Euro Bölgesi ve Japonya'da ekonomiyi destekleyecek yeni nicel genişleme hamleleriyle gevşek para politikası duruşunun sürdürüleceğine yönelik beklentiler Dolar Endeksi'nin yılın üçüncü çeyreğindeki hızlı yükselişini yılın son çeyreğinde de devam ettirmesine neden olmuştur. Ekim Enflasyon Raporu döneminden bu yana gelişmekte olan ülke para birimleri de ABD doları karşısında değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.7).

Yılın son çeyreğinde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine paralel bir hareket göstermiştir. Bu dönemde, kur sepeti ve risk primi arasındaki ilişki devam etmiş ve her ikisi de yüksek dalgalanma göstermekle beraber sınırlı düzeyde artmıştır. Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı 31 Ekim 2014 tarihinde 2,50 seviyesinde seyreden kur sepeti, 22 Ocak 2015 itibarıyla 2,48 seviyelerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.8). Bu dönemde Türk lirası ABD doları karşısında yüzde 4,5 civarında değer kaybederken euro karşısında yüzde 5 değer kazanmıştır.



Yukarıda bahsi geçen gelişmeler çerçevesinde 2014 yılının dördüncü çeyreğinin ortalarından itibaren gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarında artışlar gözlenmiştir. (Grafik 5.1.9). Son dönemde olumsuz seyreden küresel risk iştahıyla beraber, Türk lirasının ima edilen oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere benzer hareket ederek artmıştır. Buna ek olarak, döviz kurlarında dördüncü çeyrek ortalarından itibaren gözlenen hareket, satın alma (call) ve satma (put) opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar arasındaki farkı ifade eden risk reversal pozisyonlarında da gözlenmiştir. Aralık ayı ortalarında Rusya kaynaklı dalgalanmalar sırasında ima edilen kur oynaklıklarındaki gelişmelere paralel olarak risk reversal pozisyonları da artmıştır (Grafik 5.1.10.). Bu farkın artması, Türk lirasının değer kaybı yönündeki beklentilerin değer kazanma yönündeki beklentilere göre daha fazla olduğunu göstermektedir.



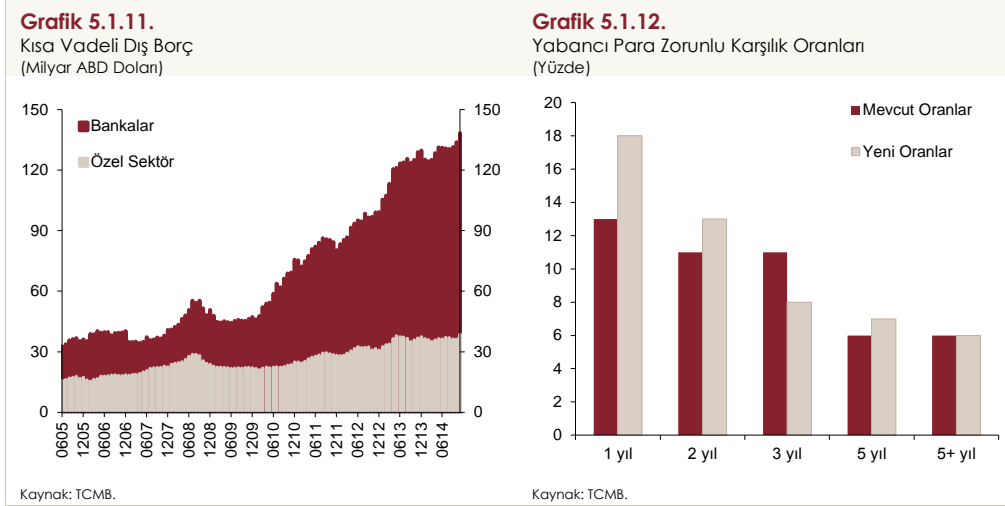
Para Politikası Uygulamaları

2014 yılının dördüncü çeyreğinde küresel finansal piyasalar dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu dönemde Avrupa ve Japonya'da yeni genişleme paketleri açıklanırken, ABD haricindeki bölgelerde iktisadi faaliyetteki yavaşlama devam etmiştir. Fed'in para politikasında normalleşmeye başlayacağına dair beklentiler bulunsa da küresel ekonomide gözlenen yavaşlama ile birlikte para politikalarındaki normalleşme sürecinin ötelenme olasılığı da bulunmaktadır. Küresel para politikalarının normalleşme sürecine dair süregelen belirsizlikler, küresel risk iştahının ve sermaye akımlarının verilere duyarlı kalmasına neden olmuştur. Bu süreçte TCMB sıkı para politikasını duruşunu sürdürmüş, 2015 yılı Ocak ayında özellikle enerji ve gıda dışı enflasyon göstergelerinde ve enflasyon beklentilerindeki olumlu gelişmeleri dikkate alarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 8,25'ten yüzde 7,75'e düşürmüştür.

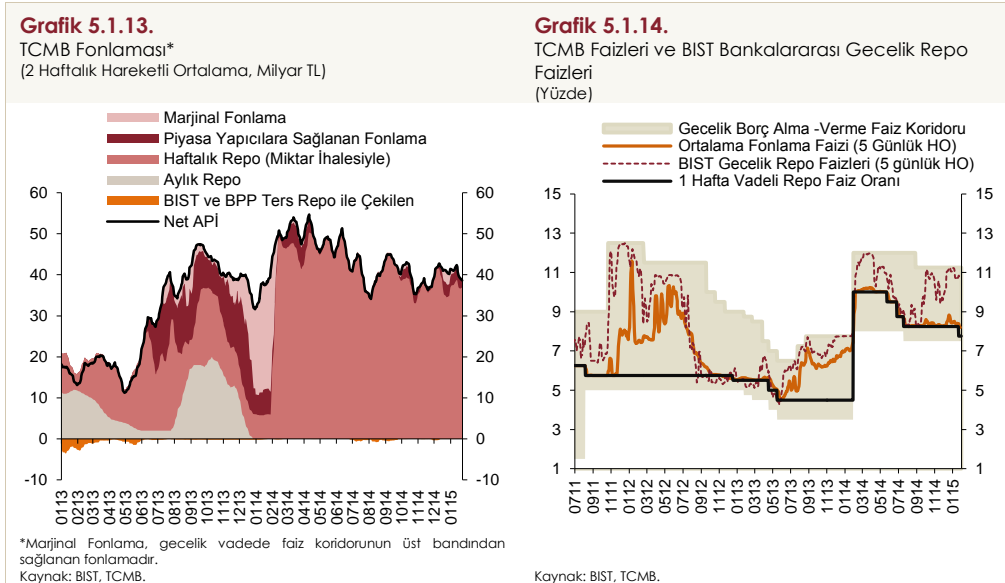
TCMB, küresel para politikalarının normalleşme sürecinde Türkiye'de dengeli büyümenin ve sermaye akımlarının sürekliliğini desteklemek amacıyla, bankaların Döviz ve Efektif Piyasalarındaki mevcut toplam 10,8 milyar ABD doları işlem yapma limitlerini bankaların bilanço büyüklüklerinde ve TCMB rezervlerinde görülen artışı dikkate alarak 10 Aralık 2014 tarihinden itibaren 21,62 milyar ABD dolarına yükseltmiştir.

Öte yandan, küresel finans ve iktisadi faaliyet gelişmelerine dair belirsizliklerin devam etmesi sebebiyle makro-finance riskleri sınırlamaya ve basiretli borçlanmayı desteklemeye yönelik makroihtiyati politikaların uygulanması önem taşımaktadır. Bu çerçevede kısa vadeli ve yabancı para cinsi borçlanmanın kontrol altında tutulması önem arz etmektedir. Özel sektörün dış borcu incelendiğinde, kısa vadeli dış borçlanmanın çok büyük bir kısmının bankacılık sektörü tarafından gerçekleştirildiği ve bankacılık sektörü kısa vadeli borcunun son yıllarda çok hızlı bir artış sergilediği görülmektedir (Grafik 5.1.11). TCMB, 3 Ocak 2015 tarihinde yaptığı duyuruda finansal istikrarı desteklemek amacıyla bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden çekirdek dışı kısa vadeli yükümlülükleri için uygulanan zorunlu karşılık oranlarını vade uzatımını teşvik edici yönde artırmıştır (Grafik 5.1.12). Böylece, hâlihazırda yüzde 11,7 olan yabancı para ortalama zorunlu karşılık oranı yüzde 12,8 seviyesine yükseltilmiştir. Bankacılık sektöründe vadelerin uzamasıyla beraber TCMB rezervlerinin kısa vadeli dış

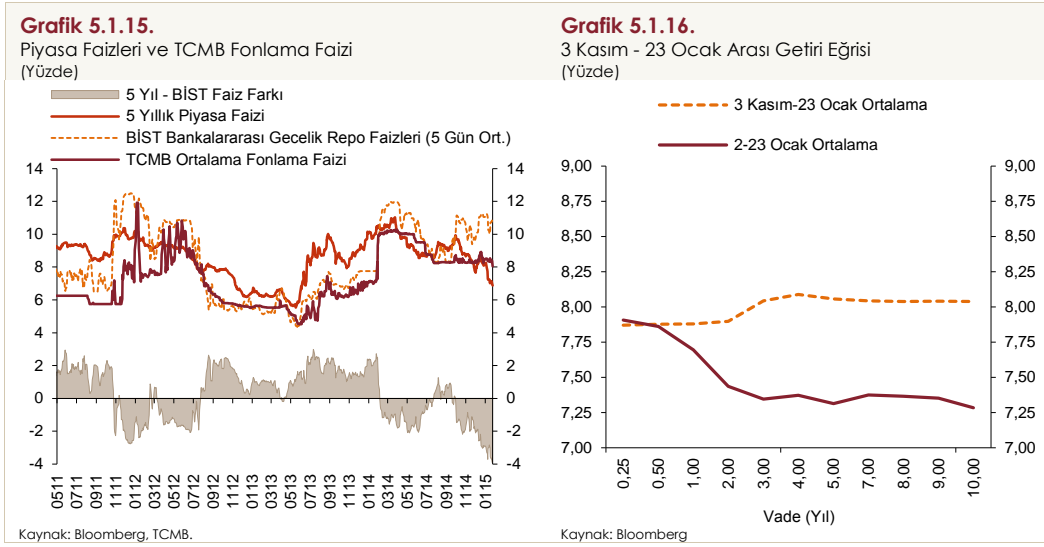
borçları karşılama oranının artması beklenebilecektir. Ayrıca, TCMB'nin TL cinsinden zorunlu karşılıklara ödemeye başladığı faizin çekirdek yükümlülükleri teşvik edici yöndeki düzenlemesi 2015 Ocak ayı itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemelerin basiretli borçlanmayı destekleyerek makro-finansal riskleri sınırlayacağı ve dengeli büyümeye katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir (Kutu 5.1).



2014 yılındaki Ocak ayındaki PPK ara toplantısında alınan para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirme kararı kapsamında başlanan TCMB fonlamasının ağırlıklı bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılması uygulanmasına Ekim Enflasyon Raporu döneminden bu yana devam edilmiştir (Grafik 5.1.13). Öte yandan 2014 yılının Eylül ayından itibaren jeopolitik riskler ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklık göz önünde bulundurularak sıkı para politikası sıkı likidite politikasıyla da desteklenmiştir. Bu sebeple, BIST gecelik repo faizleri Ekim Enflasyon Raporu döneminden bu yana likidite politikasına bağlı olarak faiz koridorunun üst bandına yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.14).



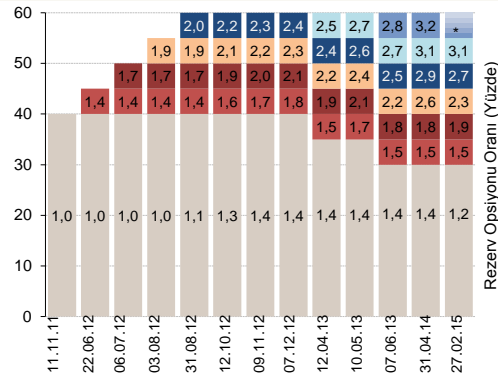
2014 yılının son çeyreğinden bu yana 5 yıllık piyasa faizleriyle BİST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri arasındaki fark negatif değerlerde seyretmektedir (Grafik 5.1.15). Piyasa faizlerinde gözlenen düşüş sıkı likidite politikasının da etkisiyle kısa vadeli faizlerde daha sınırlı olmuş ve getiri eğrisi yataya yakın konumunu korumuştur (Grafik 5.1.16). TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürecektir.



TCMB, 3 Ocak 2015 tarihinde yaptığı duyuruda Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nın otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesi amacıyla, rezerv opsiyonu dilimlerinde ve katsayılarında değişikliğe gitmiştir. Buna göre zorunlu karşılık oranlarındaki uyarlamalar sonucunda ihtiyaç duyulan döviz likiditesini karşılamak amacıyla ilk yüzde 30'luk dilimde döviz Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) 0,2 puan düşürülmüştür. Ayrıca, imkân üst limiti değişmeden yüzde 55'in üzerindeki dilim sayısı ve her ilave dilime karşılık gelen ROK 0,2 puan artırılmıştır (Grafik 5.1.17). Söz konusu değişikliğin, ROM kullanımını etkileyen diğer faktörlerin sabit kaldığı varsayımı altında, ROM kullanım oranını sınırlı ölçüde düşürmesi beklenmektedir. Ayrıca üst dilimlerdeki ROK artışları ile ROM'un sermaye hareketlerine karşı otomatik dengeleyici özelliğinin güçleneceği değerlendirilmektedir. 16 Ocak 2015 tesis dönemi itibarıyla bankaların ROM imkânından faydalanma oranı döviz için yüzde 90 (54,2/60), altın için ise yüzde 88 (26,3/30) olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.18).

Grafik 5.1.17.

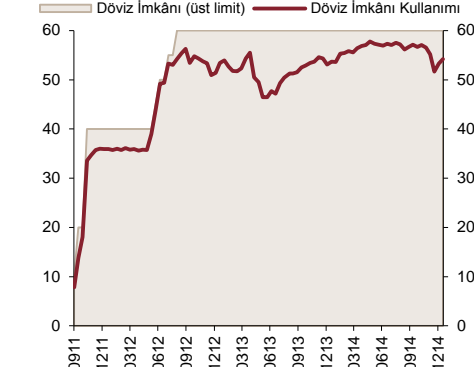
Döviz Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)



*Yüzde 55'ten sonraki her yüzde 1'lik dilim için ROK 0,2 oranında artmaktadır.
Kaynak: BİST, TCMB.

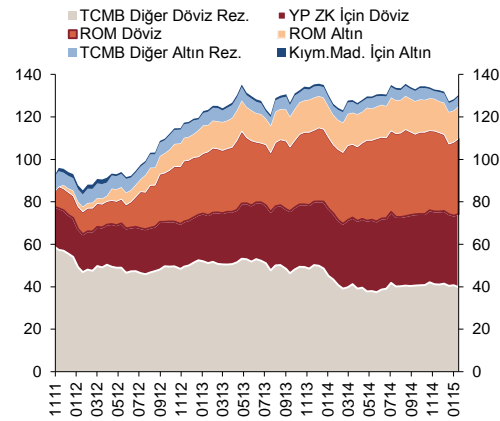
Grafik 5.1.18.

Bankaların Döviz İmkânını Kullanma Oranları* (Yüzde)



*Tesis dönemleri itibarıyla.
Kaynak: TCMB.

TCMB rezervlerinde Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre düşüş yaşanmıştır (Grafik 5.1.19). Bu dönemde, bankaların döviz rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezerv ROM kullanım oranındaki düşüğe bağlı olarak azalmış, bankaların yabancı para zorunlu karşılık yükümlülükleri kapsamında tutulan rezervlerde ise kayda değer bir değişiklik gözlenmemiştir. Ayrıca, TCMB 17 Aralık 2014 tarihinden itibaren enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerinin döviz ihtiyacının gerekli görülen kısmının T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve TCMB tarafından doğrudan karşılanacağını duyurmuştur. Öte yandan TCMB, 23 Ocak 2015 tarihinde yaptığı değişiklikle İhracat Reeskont kredisi limitlerini artırmış ve krediden yararlanabilecek firma kapsamını genişletmiştir. Bu değişiklikler sayesinde ihracatçılar ve döviz kazandırıcı hizmet sektörü firmaları TCMB reeskont kredisi imkanını daha fazla kullanabileceklerdir. 2014 yılında 13 milyar ABD doları olarak gerçekleşen ihracat reeskont kredisi yoluyla TCMB rezervlerine sağlanan katkının getirilen yeni imkanlarla 2015 yılında 15 milyar ABD dolarının üzerinde olması beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde döviz satım ihalelerine devam edilmesi ise TCMB döviz rezervini azaltıcı yönde etkileyecektir (Tablo 5.1.1).

Grafik 5.1.19.TCMB Döviz Rezervleri
(16 Ocak 2015 İtibarıyla, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

Tablo 5.1.1.Döviz Rezervine Katkılar
(Milyar ABD Doları)

	Döviz Satışları (-)	Reeskont Kredileri (+)
Mart 2014	1,05	0,48
Nisan 2014	1,02	0,36
Mayıs 2014	0,50	2,06
Haziran 2014	0,42	1,54
Temmuz 2014	0,38	1,46
Ağustos 2014	0,21	1,38
Eylül 2014	0,31	1,42
Ekim 2014	0,72	1,32
Kasım 2014	0,80	0,79
Aralık 2014*	2,19	1,34
Ocak 2015*	1,55**	2,04*
Şubat 2015		1,33*
Mart 2015		1,27*

* KİT'lere yapılan doğrudan döviz satışı dahil edilmiştir

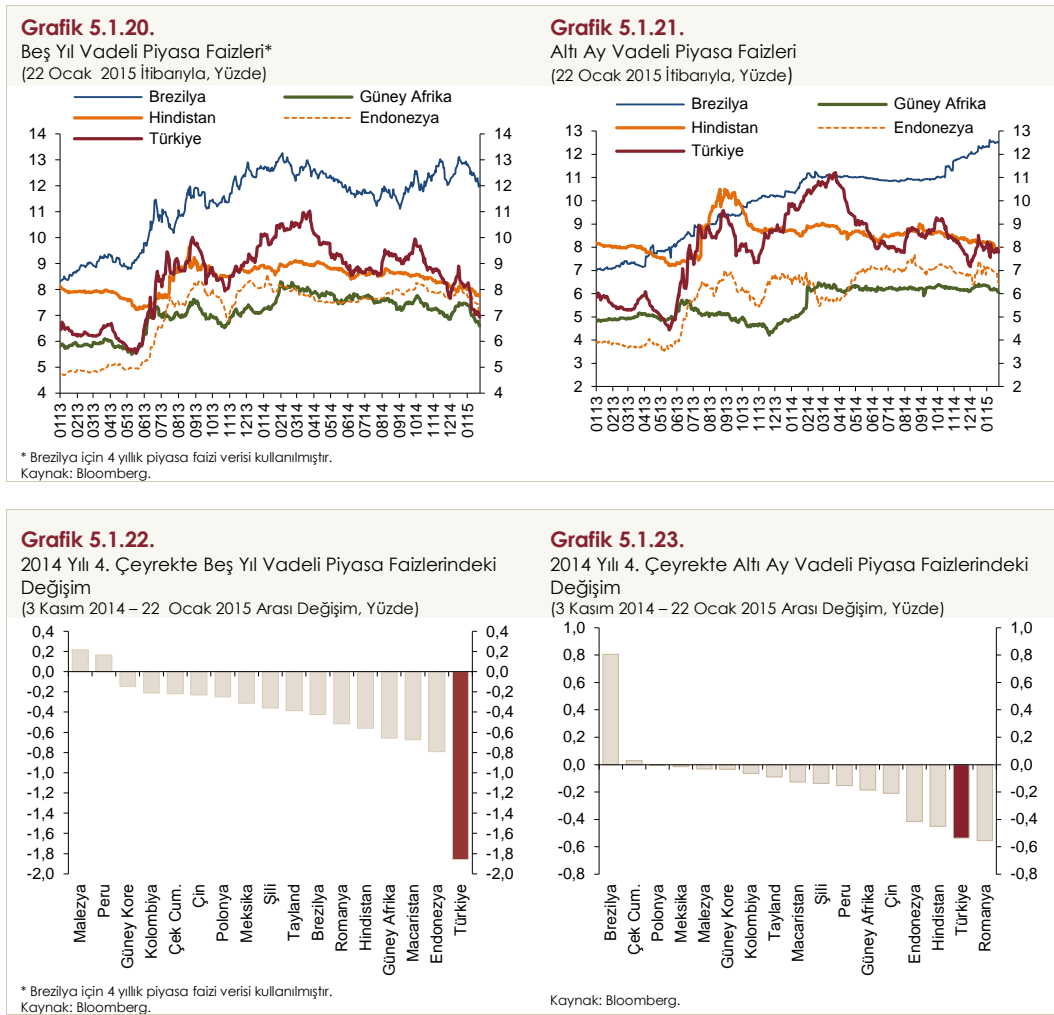
**21 Ocak 2015 itibarıyla.

+Geçici veriler.

Kaynak: TCMB.

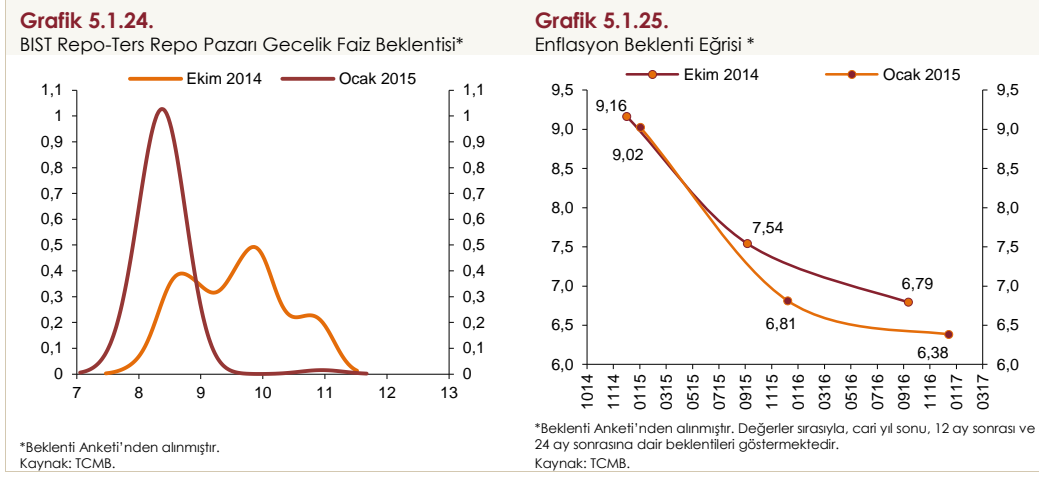
Piyasa Faizleri

2014 yılının son çeyreğinin başında gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde gözlenen azalmalar nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin piyasa faizlerinde düşüş yaşanmıştır. Aralık ayında küresel piyasalarda yaşanan belirsizliklerin etkisi ile piyasa faizlerinde oynaklık gözlenmiş, Ocak ayında ise düşüş eğilimi devam etmiştir. (Grafik 5.1.21 ve Grafik 5.1.22). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri de enflasyon görünümünde yaşanan iyileşmenin de etkisiyle düşüş göstermiştir. Türkiye'nin jeopolitik ve ekonomik risklerin yaşandığı bölgelere yakınlığı piyasa faizlerinin diğer gelişmekte olan ülke faizlerine göre daha oynak bir seyir izlemesine sebep olmuştur. Ülke bazında bakıldığında ise Türkiye, beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre en fazla düşüş kaydeden ülkeler arasında görünmektedir (Grafik 5.1.23 ve Grafik 5.1.24).

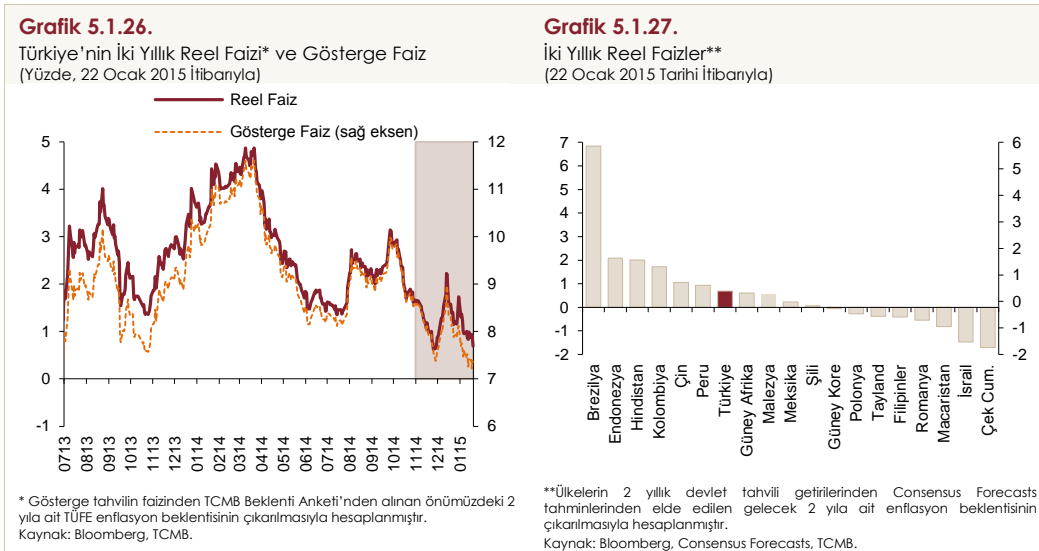


TCMB Eylül ayından itibaren artan jeopolitik riskler ve finansal piyasalarda gözlenen oynaklığa karşılık sergilediği sıkı para politikası duruşunu 2014 yılının son çeyreğinde de ilave likidite önlemleri ile devam ettirmiştir. Buna karşın, bu dönemde piyasa faizlerinde gözlenen düşüşe paralel olarak BIST Repo-Ters Repo pazarı gecelik faiz beklentileri dağılımının orta noktasının bir önceki Enflasyon Raporu

dönemine göre sola kaydığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.25). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Ekim ayına kıyasla bir miktar azalma gözlenmiştir (Grafik 5.1.26).



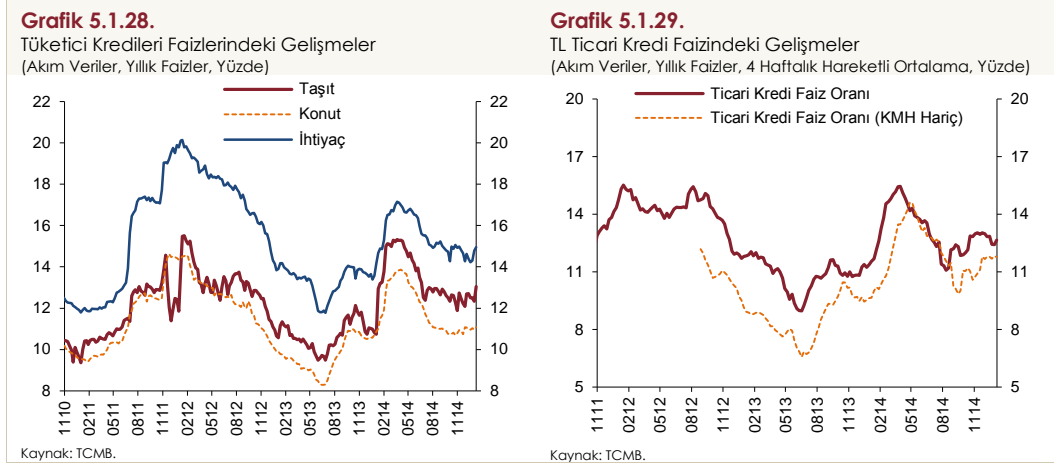
2014 yılının son çeyreğinde Türkiye'de reel faiz küresel piyasalardaki hareketlerle birlikte dalgalı bir seyir izlemiştir. İki yıl vadeli enflasyon beklentilerinde yaşanan sınırlı miktardaki iyileşme ile birlikte, nominal faiz oranlarının seyri reel faizlerin bu çeyrekteki hareketini belirleyen temel unsur olmuştur (Grafik 5.1.27). Gösterge faiz ise, son çeyreğin başlarında önemli bir düşüş sergilemiş, Aralık ayı içerisinde ise küresel belirsizliklerin etkisiyle Türkiye'nin risk primine paralel olarak dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.27). Bu dönemde Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla düşerek orta seviyelere doğru hareket etmiştir (Grafik 5.1.28). Bu durumda TCMB'nin sıkı politika duruşunun yanı sıra enflasyon ve dış denge görünümünde gözlenen iyileşmelerin de etkili olduğu değerlendirilmektedir.



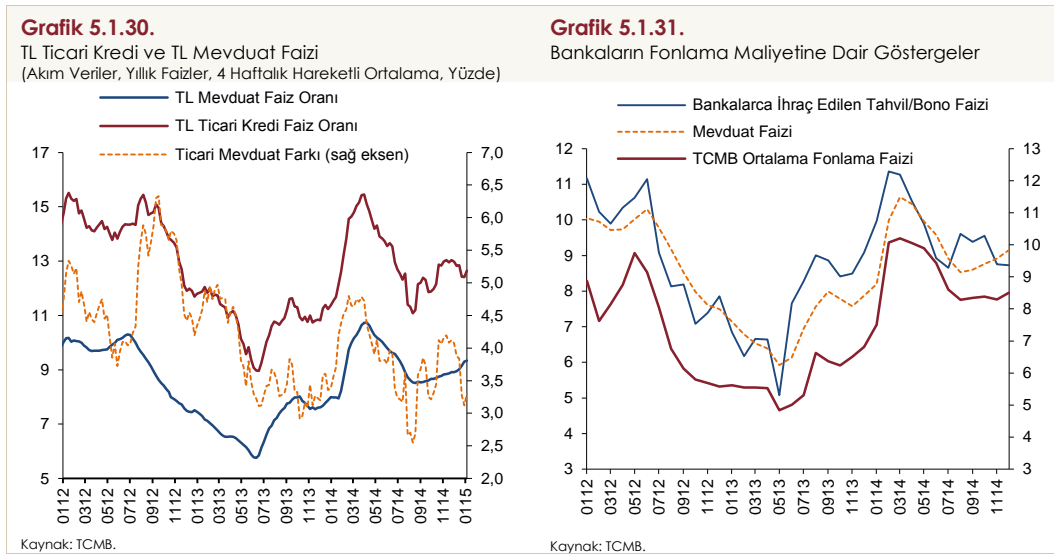
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2014 yılı başında önemli ölçüde artış gösteren finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları, yılın geri kalan döneminde gerek yurt içi gerekse yurt dışı finansman koşullarının daha az sıkı hale gelmesi ile birlikte kademeli olarak azalış göstermiştir. Tüketici kredileri faiz oranlarında bir önceki

çeyreğe göre en fazla düşüş yaklaşık 50 baz puan ile ihtiyaç kredilerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.28). Önemli bir bölümü kısa vadeli olarak kullanılan ticari kredilerin faiz oranları ise çeyrek başında yükselse de son verilerle beraber aşağı yönlü hareket etmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda ticari kredi faiz oranı 2014 yılının dördüncü çeyreğinde üçüncü çeyrek sonuna göre 50 baz puan artış göstermiştir (Grafik 5.1.29). Ayrıca, yılın son çeyreğine yönelik Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre bankalar kredilerden alınan faiz dışı ücret ve komisyonlara ilişkin koşulları da bir miktar sıkılaştırmıştır.

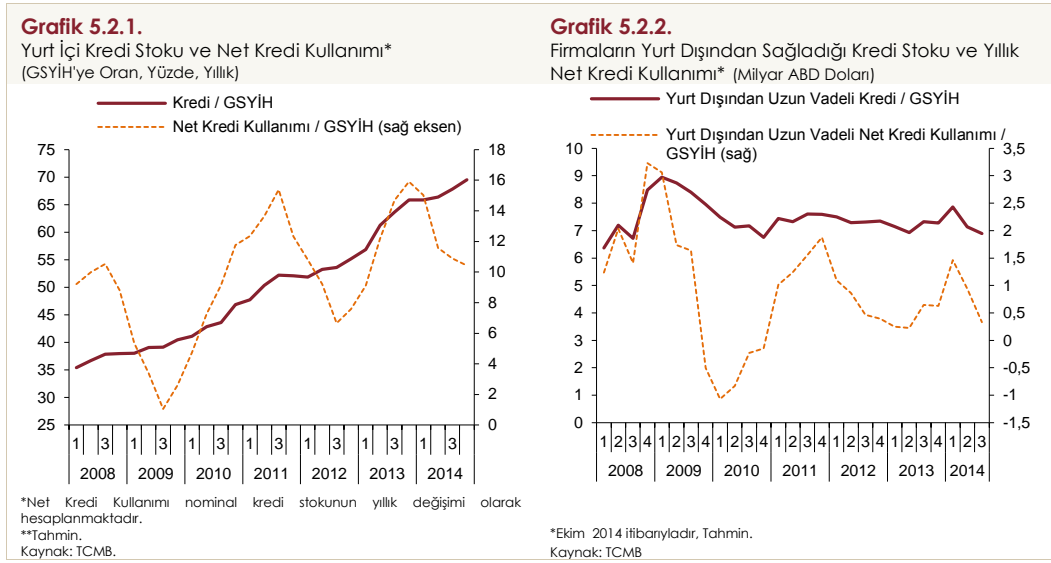


Mevduatlara ödenen faiz oranı 2014 yılının üçüncü çeyreğindeki ılımlı yükselişin ardından, kısa vadeli piyasa faizlerindeki gelişmelerin yansımalarıyla yılın son çeyreğinde yaklaşık 40 baz puanlık bir artış göstermiştir. Bu gelişme, Kredi Eğilim Anketi'nde bankaların yurt içi fonlama koşullarının sıkılaştığını belirtmeleri ile uyumludur. Ticari kredi faiz oranının çeyreğin son döneminde düşmesi ile ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark azalmış ve yüzde 3,30 değerinin bir miktar altında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.30). Yılın dördüncü çeyreğinde, bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri Türkiye'ye giren fon miktarına bağlı olarak mevduat ve TCMB ortalama fonlama faizlerinin aksine düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.31).

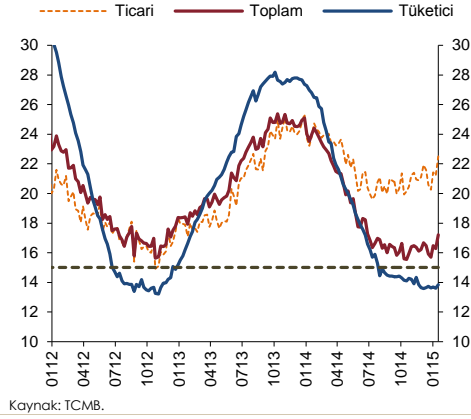
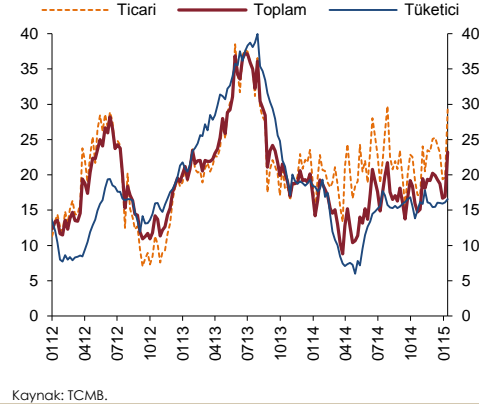


5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

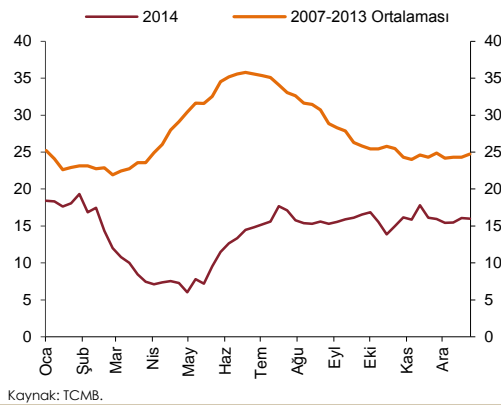
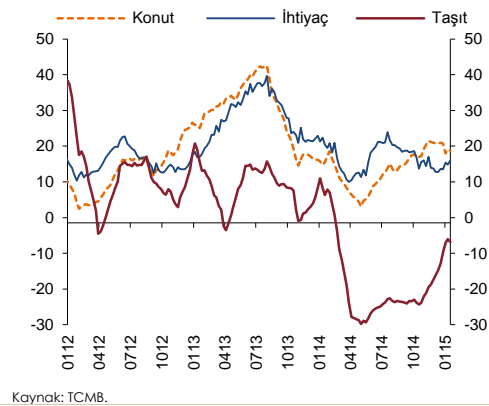
Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı, kredi stok büyüklüğünün artış hızındaki yavaşlamayı yansıtacak şekilde 2014 yılının dördüncü çeyreğinde düşüş eğilimini sürdürmüştür ve yüzde 10 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.1). Önümüzdeki dönemde, TCMB'nin sıkı politika duruşunun ve alınan makro ihtiyati tedbirlerin etkisiyle net kredinin GSYİH'ye oranının ılımlı bir seyir izleyeceği değerlendirilmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredi kullanımının ise bu dönemde tarihsel ortalamalara yakın seyretmesi yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşamadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2).



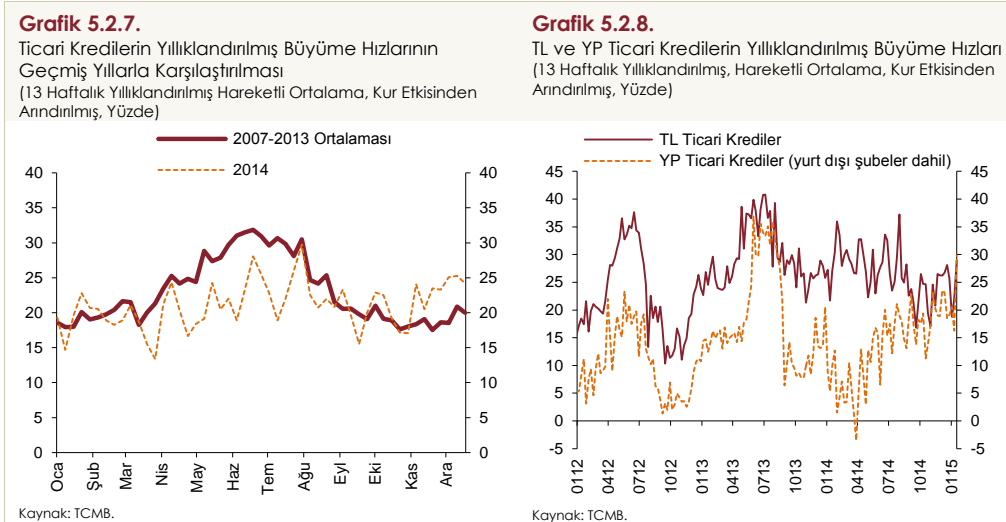
2014 yılının başından itibaren TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve BDDK'nın sene başında yürürlüğe koyduğu uygulamalar neticesinde yavaşlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranı, 2014 yılının son çeyreğinde yatay bir seyir izlemiştir. Son üç aylık dönemdeki kredi gelişmelerini yansıtan yıllıklandırılmış toplam kredi büyüme oranı, geçmiş yıllar ortalamasına yakın bir seviyede bulunmaktadır. BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamalar ve tüketici güven endekslerinin zayıf seyri neticesinde tüketici kredileri ticari kredilere göre daha yavaş büyümeye devam etmektedir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2014 yılı dördüncü çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 16,5 (Grafik 5.2.3), dördüncü çeyreği kapsayan 13 haftalık hareketli ortalamalara göre ise yıllıklandırılmış bazda yüzde 16,7 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Yıllık ve yıllıklandırılmış büyüme oranlarının birbirine yakın seyretmesi, kısa vadede toplam kredi büyüme oranındaki yatay seyrin devam edeceğini ima etmektedir. Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre 2015 yılının ilk çeyreğinde bankaların ticari ve tüketici kredilerinde talep ve arz koşullarına ilişkin önemli bir değişim beklememesi yatay seyrin devam edeceği beklentisini desteklemektedir.

Grafik 5.2.3.Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları
(Kur Etkisinden Anıdınlmış, Yıllık, Yüzde Değişim)**Grafik 5.2.4.**Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları
(Kur Etkisinden Anıdınlmış, 13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Yüzde)

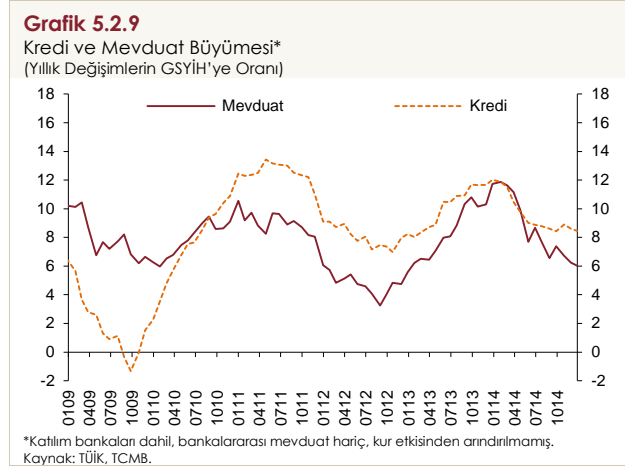
Mayıs ayından başlayarak yıllıklandırılmış büyüme oranı yükselmeye başlayan tüketici kredileri, Ağustos ayında yüzde 15 seviyesine ulaşmış ve yılın geri kalanında bu seviyede seyretmiştir (Grafik 5.2.5). Yılın ikinci döneminde mevsimsel ortalamaya yaklaşan tüketici kredilerinin alt kalemleri incelendiğinde, ortalama vadesi 5 yıl olan ve faiz duyarlılığı yüksek konut kredilerinin diğer alt kalemlere göre daha yüksek yıllıklandırılmış büyüme oranına sahip olduğu görülmektedir. Diğer bireysel krediler ise zayıf seyretmektedir. Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre ihtiyaç kredilerindeki zayıf seyir genel ekonomik faaliyetlere dair beklentilerden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bankaların ihtiyaç kredileri standartlarında bir miktar sıkılaşmaya gitmesi bu durumu desteklemiştir. Taşıt kredileri ise baz etkisi nedeniyle kuvvetli bir toparlanma göstermektedir. Sonuç olarak, konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı çeyrek sonu itibarıyla yüzde 20,7 oranında gerçekleşirken ihtiyaç kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı aynı dönem için yüzde 13,5 oranı ile geçmiş yılların ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 5.2.6). Yılın son çeyreğini kapsayan anket sonuçlarına göre bankalar, 2015 yılı ilk çeyreği için tüketici kredilerinin tüm alt kalemlerinde, standartlarda bir miktar sıkılaştırma gerçekleşeceğini beklerken kredi talebi tarafında ihtiyaç kredilerinde bir miktar artış, konut ve taşıt kredilerinde ise sınırlı bir düşüş olacağını öngörmektedirler.

Grafik 5.2.5.Tüketici Kredilerinin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızlarının
Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış
Hareketli Ortalama, Yüzde)**Grafik 5.2.6.**Tüketici Kredileri Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)

Yılın üçüncü çeyreğinde mevsimsel ortalamaya yakın bir seviyede seyreden ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı dördüncü çeyrekte geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkmıştır (Grafik 5.2.7). Tüketici kredilerine kıyasla daha güçlü seyreden ticari kredilerdeki bu hareket ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerden kaynaklanmaktadır. 2014 yılı Nisan ayından itibaren yukarı yönlü hareket eden yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı yılın son döneminde yüzde 20 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.7). Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, ticari kredilerin standartları bir miktar sıkılaştırmıştır. Bankalar bu sıkılaştırmayı, firma ölçeği, vade ve para cinsi ayrımlarında benzer miktarlarda gerçekleştirmiştir. Bu sıkılaştırmada en önemli etken olarak genel ekonomik gelişmelere dair beklentiler öne çıkmaktadır. Anket sonuçlarına göre, ticari kredi talebinde de bir önceki çeyreğe göre bir miktar azalış olmuştur. Firma ölçeği ayrımlarına bakıldığında, bu düşüş KOBİ ve büyük ölçekli firmalarda benzer şekilde gerçekleşmiştir. Vade ayrımında ise hem uzun hem de kısa vadeli ticari kredilere yönelik talepler bir miktar sıkılaştırmıştır. Bankalar, 2015 yılının ilk çeyreğinde genel ticari kredi standartlarında bir değişim beklememekte, ancak uzun vadeli ticari kredilerin standartlarında bir miktar sıkılaştırma olabileceğini öngörmektedir. Anket sonuçlarına göre KOBİ'lerin kredi talebinde sınırlı bir artış beklenirken, bu artışın Türk Lirası cinsinden kullanılan ticari kredilere daha çok yansıtacağı düşünülmektedir.



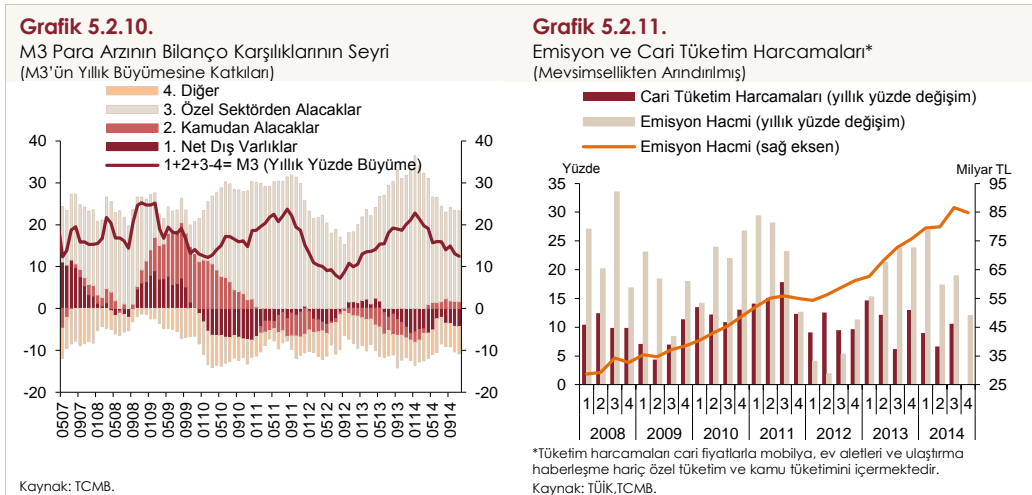
2014 yılı dördüncü çeyreğinde tüketici kredileri yıllık büyüme oranı düşmeye devam ederken ılımlı olarak artan ticari kredilerin etkisiyle toplam kredilerin yıllık büyüme oranı yatay seyretmiştir. Sıkı para politikası duruşu ve alınan makroihtiyati önlem sonucunda ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümeye devam etmesi ekonomideki dengelenme sürecini desteklemektedir. TCMB ve BDDK tarafından uygulanan politikalar neticesinde yavaşlayan kredi büyümesinin kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı düşünülmektedir (Grafik 5.2.9). Kredi ve mevduat büyümeleri farkındaki azalmanın aynı zamanda bankacılık sektörünün dış finansman ihtiyacını da azaltarak önümüzdeki dönemde olası finansal dalgalanmalara karşı sektörün dayanıklılığını artıracak bir faktör olabileceği değerlendirilmektedir.



Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde özel sektöre açılan kredilerdeki artış seyrinin belirleyici olma özelliği 2014 yılının geri kalanında olduğu gibi dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kaleminindeki artış hızının gerilemesi M3 para arzındaki gerilemenin temel unsuru olmuştur.

Diğer taraftan, Kamudan Alacaklar kaleminin M3 büyümesine 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren vermeye başladığı pozitif yöndeki katkısı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. 2014 yılı üçüncü çeyreğine göre net dış varlıklar kaleminin negatif katkısında artış gözlenmiştir. Buna karşılık banka kârlılıklarına paralel olarak görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kaleminin negatif katkısı ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliği korumakla birlikte yılın ikinci çeyreği sonuna göre artış göstermiştir (Grafik 5.2.10).



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi yıllık artış hızında 2014 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre azalış gözlenmiştir (Grafik 5.2.11). Bu gelişmede sıkı para politikası duruşunun ve yıl başında alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle tüketici kredileri büyüme hızlarının yavaşlaması ve özel kesim yurt içi talebinin ılımlı seyretmesi etkili olmuştur.

Kutu
5.1

Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi

Zorunlu karşılık (ZK), bankaların yerli ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerine karşılık merkez bankaları nezdinde tuttuğu fon miktarıdır.¹ Altın para döneminde ZK ihtiyati rezerv bulundurma amacıyla tutulurken sonraki dönemlerde buna parasal büyüklüklerin kontrolü ve likidite yönetimi misyonları da eklenmiştir (Gray, 2011). ZK maliyeti bankalar tarafından mevduat sahiplerine ve/veya kredi kullananlara yansıtılmaktadır.² ZK'lara faiz ödenmesi ise bu aracılık maliyetinin yükünü hafifletici bir etki yapmaktadır. Standart ZK faizi uygulamasının mevduat faizleri üzerinde yukarı yönlü, kredi faizleri üzerinde ise aşağı yönlü bir etki yaratarak kredi-mevduat faiz farkını düşürmesi beklenmektedir. Dolayısıyla ZK faizi uygulamasının hem yurtiçi tasarrufu teşvik edici, hem de ekonomik büyümeyi destekleyici etkisi olabilecektir.

Merkez bankaları kredi-mevduat faiz farkı üzerinde yaratmak istediği etkinin derecesine bağlı olarak ZK'nın kaynak maliyetini hangi oranda telafi edeceğine karar verecektir. Eğer finansal sistemde yapısal bir likidite açığı varsa ve ticari bankalar likidite ihtiyaçlarını merkez bankasından borçlanarak karşılıyorsa ZK faizi olarak merkez bankasının borç verme faizi kullanılabilir (Gray, 2011). Merkez bankaları ZK faizini genellikle politika faizinden düşük olarak belirlemektedir. Politika faizi-ZK faizi farkının sabitlenmesi maliyeti tam olarak gidermese de en azından ZK maliyetinin politika faizindeki değişimlere duyarlılığını yok etmektedir. 2010 yılı itibarıyla 121 ülke merkez bankasının ZK uygulamalarını inceleyen bir IMF çalışmasına göre merkez bankalarının 35'i ZK faizi ödemesi yapmakta; bunların 25'i politika faizinin oldukça altında, geriye kalan 10'u ise politika faizinin biraz altında veya politika faizi düzeyinde ödeme yapmaktadır.

TCMB tarafından 21 Ekim 2014'te yapılan basın duyurusunda belirtildiği üzere TL zorunlu karşılıklara Kasım 2014'ten itibaren faiz ödenmektedir (TCMB, 2014a). Söz konusu basın duyurusunda sunulan çerçevede TCMB'nin TL ZK'ya uygulanacak faizi 2015 yılından itibaren bankaların çekirdek yükümlülük oranına (mevduat ve özkaynağın kredilere oranı) bağlı makro-ihtiyati bir araç olarak kullanması planlanmıştır. Bu çerçevede ZK faizi banka bazında farklılaştırılarak bankaların kaynak olarak yurtdışı borçlanma yerine mevduatı ve kendi kaynaklarını kullanmalarını özendirmek amaçlanmıştır. Bu politikanın bankacılık sektörünün mevcut sağlıklı yapısının daha da güçlendirilmesi açısından finansal istikrara katkı vermesi hedeflenmektedir. Ayrıca söz konusu politikanın yurt içi tasarrufun desteklenmesi ve dengeli ekonomik büyüme açısından olumlu etkileri olacağı tahmin edilmektedir. Yurt içi tasarrufların teşvik edilmesi Türkiye'nin yapısal sorunlarından biri haline gelen cari açık probleminin hafifletilmesinde olumlu rol oynayabilecektir.

2011 yılının sonunda uygulamaya konulan ROM kapsamında tutulacak döviz ve altın miktarı bankaların inisiyatifinde olduğundan bu mekanizmanın yurt dışı şoklar karşısında otomatik dengeleyici özelliğine sahip olması beklenmektedir. ROM'un güçlü sermaye girişleri yaşanan dönemlerde bankacılık sisteminin dolayısıyla ülkenin döviz ve altın rezervlerini güçlendirmek gibi bir fonksiyonu da vardır. Söz konusu mekanizma hızlı sermaye girişinin yurt içi krediye dönüşümünü yavaşlatarak dengeli büyümeye katkı

¹ Bu kutuda "bankalar" ve "zorunlu karşılığa tâbi kuruluşlar" ifadeleri dönüşümlü olarak kullanılmaktadır. Türkiye'de bankaların yanısıra finansman şirketleri de zorunlu karşılığa tâbidir.

² Reinhart ve Reinhart (1999) on geliştirmekte olan ülke üzerine yapılan çalışmada zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin hem mevduat hem de kredi faiz oranları üzerinde etkili olduğunu bulmaktadır.

sağlamaktadır. Nitekim uygulamanın devreye girdiği tarihten 2013 yılının ortalarına kadar geçen dönemde yurtdışından hızlı sermaye girişi yaşanan dönemlerde bankaların ROM imkânını yüksek oranlarda kullandıkları görülmektedir. Güçlü sermaye çıkışları yaşanan dönemlerde ise yurt dışı kaynak maliyetinin görece olarak artması ve ROM kullanımının azalması beklenmektedir. 2013 yılının ortasında Fed'in para politikasında normalleşme sinyali vermesi sonrasında gelişmekte olan ülkelerden yüklü sermaye çıkışları başlamıştır. Ancak Türk bankalarının yurtdışından kaynak bulma konusunda sıkıntı yaşamamaları ve TCMB'nin sıkı ve temkinli para politikasının da etkisiyle YP kaynak maliyetlerinin TL kaynak maliyetine göre avantajlı yapısını koruması nedenleriyle söz konusu imkân bankacılık sistemi tarafından yaygın bir şekilde kullanılmaya devam etmiştir. Kısacası söz konusu dönemde Türk bankacılık sistemi ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini kullanmaya ihtiyaç duymamıştır. 21 Ekim tarihli TCMB duyurusunda belirtildiği üzere TL ZK faizi bankaların TL kaynak maliyeti açısından önemli bir gösterge olan TCMB ortalama fonlama faizi ile birebir hareket edecektir. Bu mekanizma sayesinde TL zorunlu karşılığın bankalara maliyeti büyük ölçüde sabitlenecektir. Bu durumda, ROM kullanımı daha çok yabancı para kaynak maliyetine bağlı olacak ve ROM'un otomatik dengeleyici özelliği güçlenecektir.³

ROM'un devrede olduğu bir sistemde TL ZK'ya faiz ödenmesinin hem maliyet hem de döviz/TL likidite dengesi üzerinde etkisi olacaktır. Başabaş rezerv opsiyonu katsayıları (ROK) bankaların TL ZK yükümlülüklerini TL veya döviz cinsinden tutma konusunda kayıtsız kaldıkları oranı ifade etmektedir.⁴ ZK faizi ödemesinin miktarına da bağlı olarak başabaş ROK'un TL kaynaklar lehine değişmesi ile birlikte bankaların ROM imkânını daha az kullanmaya başlamaları beklenmektedir. Bu çerçevede piyasadaki döviz likiditesinin artması, TL likiditesi ihtiyacı doğması ve bankaların TL mevduata ödedikleri faizleri artırması beklenmektedir. Böylece TCMB'nin ZK faizi uygulaması başta TL cinsi tasarruflar olmak üzere yurt içi tasarrufu üç farklı şekilde teşvik edebilecektir: (i) Bankaların TL ZK maliyetini azaltarak kârlılıklarını düşürmeden daha yüksek mevduat faizi ödeyebilmelerine imkân sağlayarak; (ii) ZK faizi oranı bankaların çekirdek kaynak kullanımına bağlı olduğundan bankaların yurt içinden mevduat toplamasını daha avantajlı hale getirerek; (iii) ROM kapsamında tutulan dövizlerin görece maliyet avantajını düşürüp bankaların döviz cinsinden borçlanmak yerine TL cinsinden borçlanmasını avantajlı hale getirerek.

Özetle uygulama nedeniyle bankaların daha yüksek mevduat faizleri belirlemesi sayesinde uygulamanın yurt içi tasarruf üzerindeki etkisinin pozitif yönde olması beklenmektedir. Ancak krediler üzerindeki etkinin yönü belirsizdir. Yeni ZK faizi uygulaması kredileri ters yönde çalısın iki kanaldan etkileyebilecektir: (i) Bankaların TL ZK maliyetini ve dolayısıyla bankalardan kredi kullananlara yansıtılan maliyeti azaltarak; (ii) Çekirdek yükümlülük oranına göre ZK faizi oranı bankaların kredi hacmine ters orantılı olarak belirlendiği için bankaların yüksek miktarda kredi açmalarını dezavantajlı hale getirerek.

Bu çerçevede uygulamanın mevduat faizlerini artırması beklenirken kredi faizlerini hangi yönde etkileyeceği belirsizdir. Son olarak, TL ZK tutmanın kaynak maliyetinin kısmen de olsa telafi edilmesi bankaların kârlılığında olumlu yönde etki edebilecektir. Yeni ZK faizi duyurusunun bankaların hisse senedi fiyatlarını artırması; bu artış oranının da bankaların çekirdek yükümlülük oranlarına bağlı olarak banka bazında farklılaşması beklenmektedir.

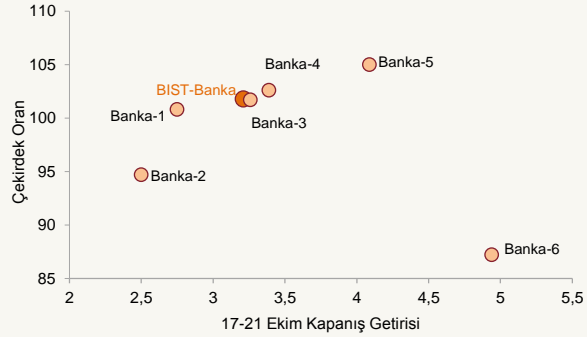
³ Detaylar için bakınız Aslaner ve diğerteri (2014), Ünalmiş ve Ünalmiş (2015).

⁴ Bakınız, Küçüksaraç ve Özel (2012).

Nitekim 21 Ekim 2014'deki ZK faizi duyurusunun ardından BIST'te işlem gören seçilmiş bankaların hisse senedi fiyat artışları çekirdek yükümlülük oranına göre farklılık göstermektedir. Grafik 1 çekirdek yükümlülük oranı yüksek bankaların getirilerinin genellikle daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, TCMB tarafından uygulamaya konan yeni ZK faizi uygulamasının mevduat faizleri üzerindeki beklenen etkisi yukarı yönlü iken kredi faizleri üzerindeki etkisi ters yönde çalışan iki aktarım kanalı nedeniyle belirsizdir. Ayrıca bulgular piyasaların yeni ZK duyurusunu etkin bir şekilde fiyatladığını göstermektedir.

Grafik 1. Seçilmiş Bankalar için Çekirdek Yükümlülük Oranı ve Hisse Senedi Getirisi (Yüzde)



Notlar: Hisselerinin Hazine'ye devrini içeren kanun tasarıları nedeniyle bir kamu bankasının hisse senedi getirisi diğer bankalardan pozitif yönde ayrılmıştır. Rapor'un yayıma hazırlandığı sırada üçüncü çeyrek bilanço verileri mevcut olmakla birlikte kutuda Ekim ayındaki piyasa tepkisi analiz edildiğinden halka açık ikinci çeyrek bilanço verileri kullanılmıştır. ZK faizi duyurusu iki aşamada yapılmış, bu nedenle bankaların hisse senedi getirileri 17-21 Ekim arası için hesaplanmıştır. 18 Ekim Cumartesi günü Merkez Bankası Başkanı'nın bir konferans sırasında yaptığı sunumda yeni ZK sistemine ilişkin bazı genel prensipler paylaşılmış, sisteminin detayları ise 21 Ekim Salı günü açıklanmıştır. Sektörün çekirdek oran hesabında tüm mevduat ve katılım bankalarına ilişkin veri kullanılmıştır. Diğer tüm detaylar için bakınız, Ünalmiş ve Ünalmiş, 2015.
Kaynak: Bloomberg, Türkiye Bankalar Birliği ve yazarların hesaplamaları.

Kaynakça

- Aslaner, O., Çıplak, U. Kara, H. ve Küçüksaraç D. (2014). "Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?", TCMB Çalışma Tebliği, 14/38.
- Gray, S. (2011). "Central Bank Balances and Reserve Requirements", IMF Working Paper, WP/11/36.
- Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması", TCMB Çalışma Tebliği, 12/32.
- Reinhart, C.M. ve Reinhart, V.R. (1999). "On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems", International Journal of Finance and Economics, 4(1), 27-54.
- TCMB (2014a). "Çekirdek Yükümlülüklerle Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu" <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2014/duy2014-72>.
- TCMB (2014b). "Para Politikası Kurulu Toplantı Özetine İlişkin Basın Duyurusu" <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2014/DUY2014-20>.
- Ünalmiş, D. ve Ünalmiş İ. (2015). "Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.