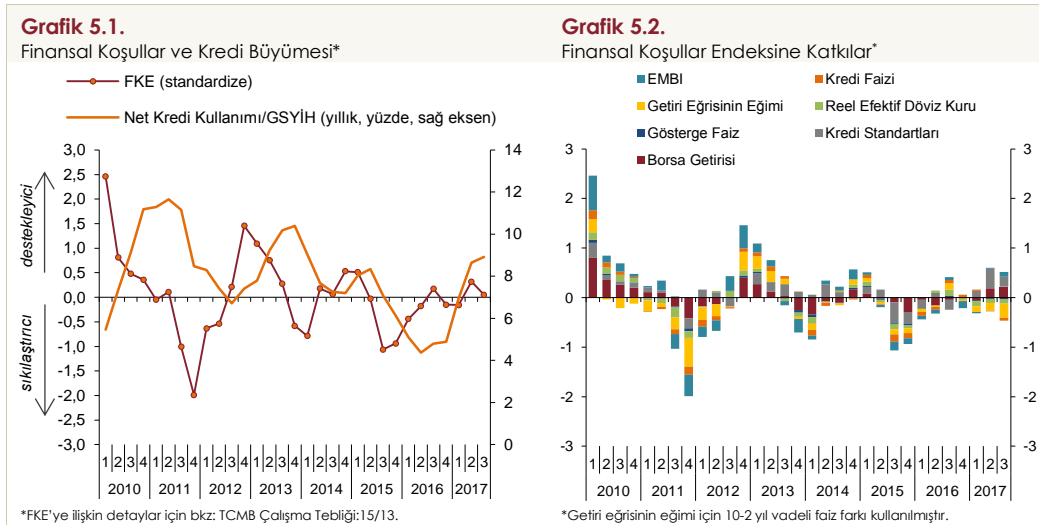


5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Küresel iktisadi faaliyet ve ticaret hacmindeki olumlu görünümün yanı sıra küresel risk iştahının sürmesi sayesinde gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy girişleri son dönemde de güçlü seyretmiş; ancak jeopolitik risklerin artması Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarında bir miktar ivme kaybına yol açmıştır. Eylül ayından bu yana Türkiye'ye portföy akımları daha ziyade DİBS piyasasına yönelirken, hisse senedi piyasasına girişler oynak ve zayıf bir seyir izlemiştir. Böylece 2017 yılı başından Eylül ayına değin güçlü seyreden borsa getirileri Eylül ayından itibaren daha durağan bir görünüm arz etmiştir.

Kredi büyümesi makro ihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri ile Hazine destekli Kredi Garanti Fonu (KGF) kefaletli kredilerin desteğiyle 2017 yılının ikinci çeyreğinde güçlenmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde ise KGF kefaletli kredilerde limitlere yaklaşmış olması ve öne çekilen firma kredi talebindeki normalleşme sonucu kredi büyümesi geçmiş yıllar ortalamasına yakınsayarak daha ılımlı seviyelerde dengelenmeye başlamıştır. Bankaların kredi eğilim anketine göre, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde kredi standartları gerilemekle birlikte tarihsel ortalamalarına göre daha gevşek bir seyir izlemiştir. Bununla birlikte, Eylül ayının ikinci yarısından itibaren, jeopolitik gelişmeler ve gelişmiş ülkelerin para politikası normalleşme süreçlerine dair yapılan açıklamalar döviz kuru piyasalarında oynaklığa yol açmış; uzun vadeli enflasyon telafilerinde de bir miktar yükseliş gözlenmiştir. TCMB'nin sıkı para politikası uygulamalarına devam etmesi sebebiyle getiri eğrisinin eğimi negatif seyretmektedir. Ayrıca, TCMB, Eylül ve Ekim aylarında yaptığı iletişiminde para politikasının temkin düzeyini kademeli olarak güçlendirmiştir.

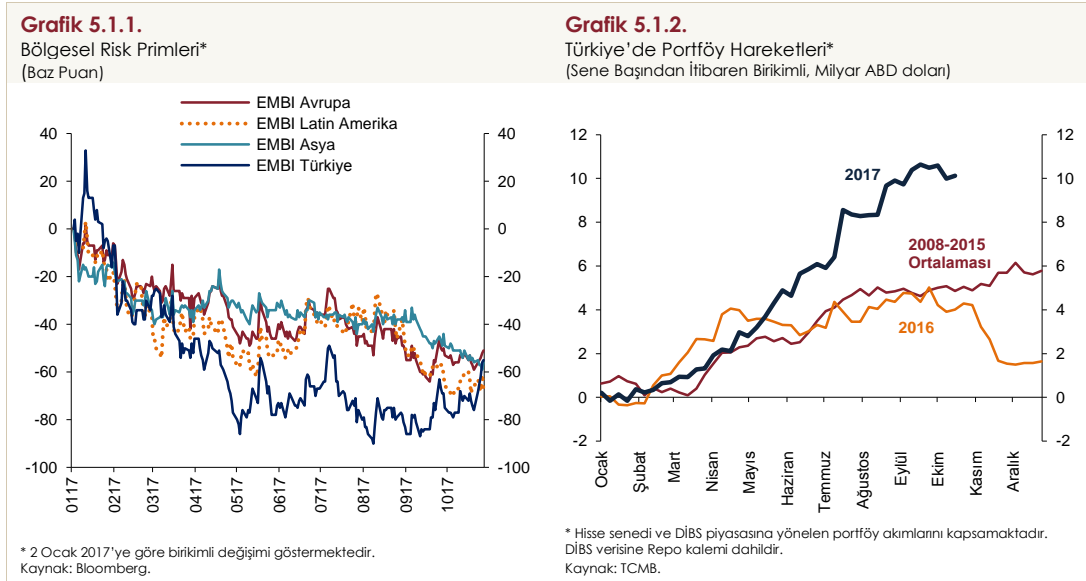
Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılının üçüncü çeyreğinde finansal koşulların iktisadi faaliyetteki genişlemeyi sınırlı düzeyde desteklediğine işaret etmektedir (Grafik 5.1). Üçüncü çeyrekte, kredi standartları ve borsa getirisi endekse destekleyici yönde katkı verirken, EMBI'nin katkısı sınırlı ölçüde artarak pozitif yönde olmuştur. Söz konusu dönemde, kredi faizi ve getiri eğrisi eğiminin endeks üzerindeki sıkılaştırıcı etkisi kısmen artmıştır. Reel kurun katkısı ise yatay seyrederek endeksi aşağı yönlü etkilemiştir (Grafik 5.2).



5.1. Finansal Piyasalarda Görel Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Küresel iktisadi faaliyette 2017 yılının ikinci çeyreğinde gözlenen olumlu performansın yılın üçüncü çeyreğinde de devam edeceğine ilişkin beklentiler güçlenmiştir. Buna ek olarak, gelişmiş ülkelerin para politikası normalleşme süreçlerinin ılımlı olacağına dair sinyaller, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarını olumlu yönde etkilemiş ve bu ülkelere yönelik portföy akımları güçlü seyrine devam etmiştir. Ancak, Eylül ayı FOMC toplantısı sonrasında Fed'in Ekim ayında bilanço küçültmeye başlayacağını açıklaması ve piyasa beklentilerinden daha yukarıda olan faiz patikasına bağlı kalacağı algısının artmasıyla, gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde bir miktar artış gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise Eylül ayı sonlarından itibaren jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir miktar olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). Türkiye'ye yönelik portföy akımları, sene başından bu yana birikimli olarak, geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla ivme kaybetmekle birlikte, geçmiş yıllar ortalamasının üzerindeki seyrini sürdürmüştür (Grafik 5.1.2). Bir önceki Rapor dönemine benzer şekilde, mevcut Rapor dönemindeki portföy girişleri de büyük ölçüde DİBS piyasası kaynaklı olmuştur.

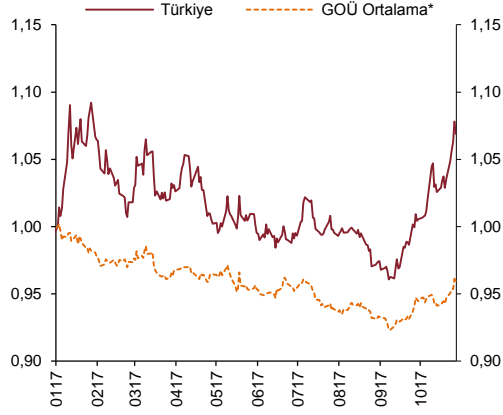


Döviz Kurları

2017 yılı genelinde küresel risk iştahındaki gelişmelerle uyumlu hareket ederek olumlu performans gösteren gelişmekte olan ülke para birimleri, Eylül ayından itibaren ABD dolarına karşı değer kaybetmeye başlamıştır. Öte yandan, Türk lirası aynı dönemde jeopolitik gelişmelerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.3). Geçtiğimiz Rapor dönemine göre gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen döviz kuru oynaklıklarında kayda değer bir değişiklik gözlenmezken, Türk lirasının oynaklığında artış gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.4).

Grafik 5.1.3

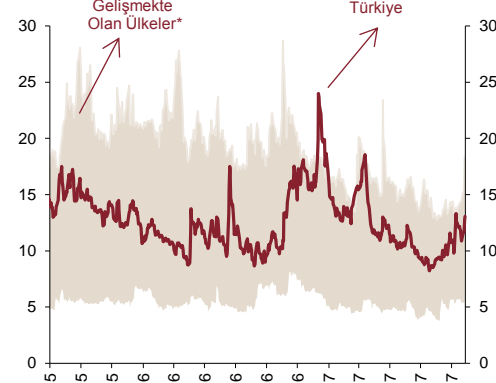
TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



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

Grafik 5.1.4

Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, Yüzde)



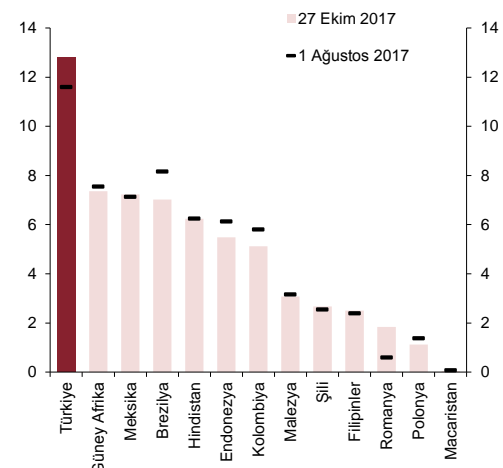
* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili yer almaktadır.
Kaynak: Bloomberg.

Piyasa Faizleri

Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair beklentiler, gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik görünüşleri ve jeopolitik gelişmeler, söz konusu ülkelerdeki piyasa faizlerinin temel belirleyicileri olmuştur. Bu dönemde, para politikası faiz indirimlerinin etkisiyle, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında piyasa faizleri kısa vadelerde gerilemiştir. Türkiye'nin piyasa faizleri ise geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla jeopolitik gelişmelerin etkisiyle bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5.

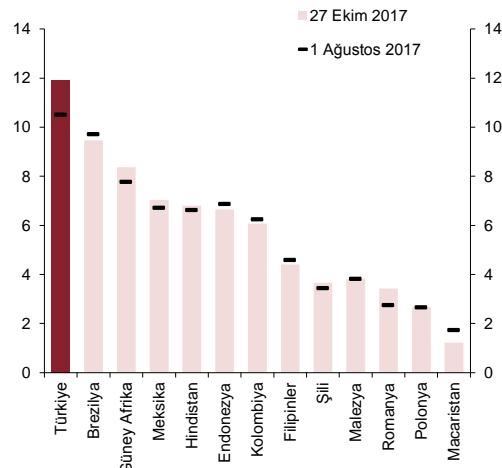
Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri (Yüzdellik Puan)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6.

Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri (Yüzdellik Puan)

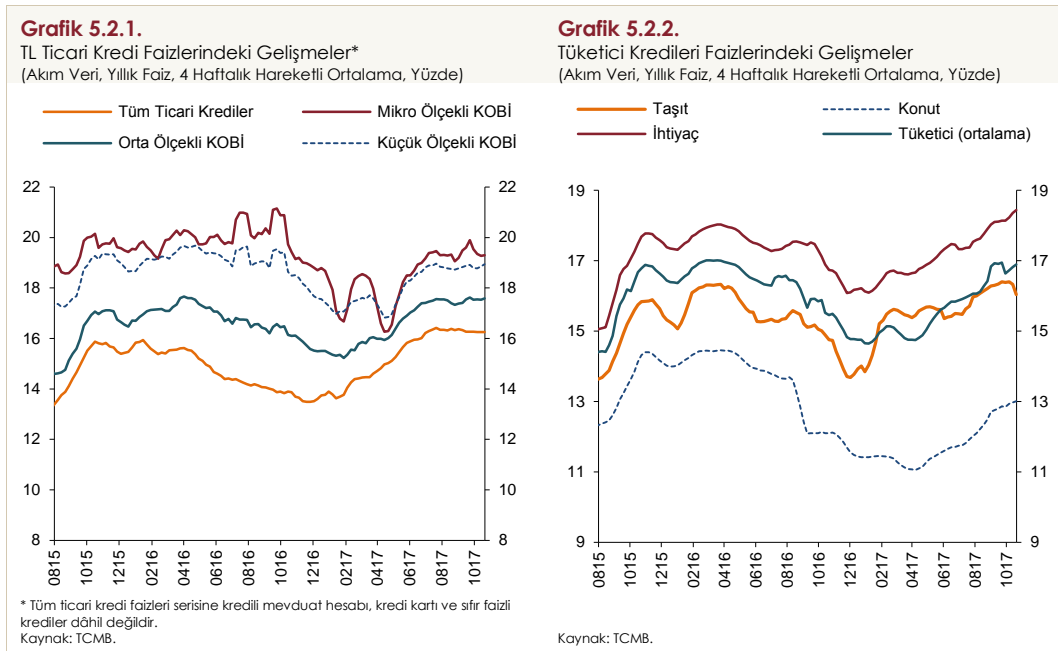


Kaynak: Bloomberg.

5.2. Kredi Koşulları

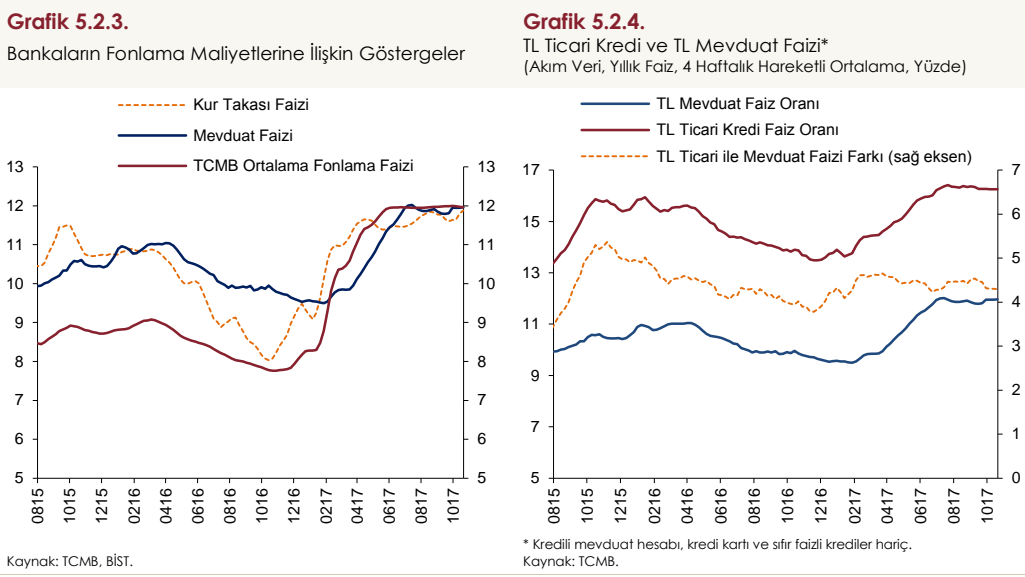
Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

2017 yılının üçüncü çeyreğinde, iktisadi faaliyete ilişkin olumlu görünüm sayesinde bankaların kredi verme iştahı devam etmiştir. 2017 yılı başından bu yana artış eğiliminde olan ticari kredi faiz oranları ise söz konusu çeyrekte yataya yakın seyretmiştir (Grafik 5.2.1). Bu dönemde tüketici kredisi faizlerinde görülen artış eğilimi ise devam etmiş, bu artış eğilimi tüm alt kalemlere yansımıştır (Grafik 5.2.2). 20 Ekim 2017 itibarıyla, ortalama ticari ve tüketici kredi faizleri, sırasıyla, yüzde 16,3 ve yüzde 16,9 olarak gerçekleşmiştir.



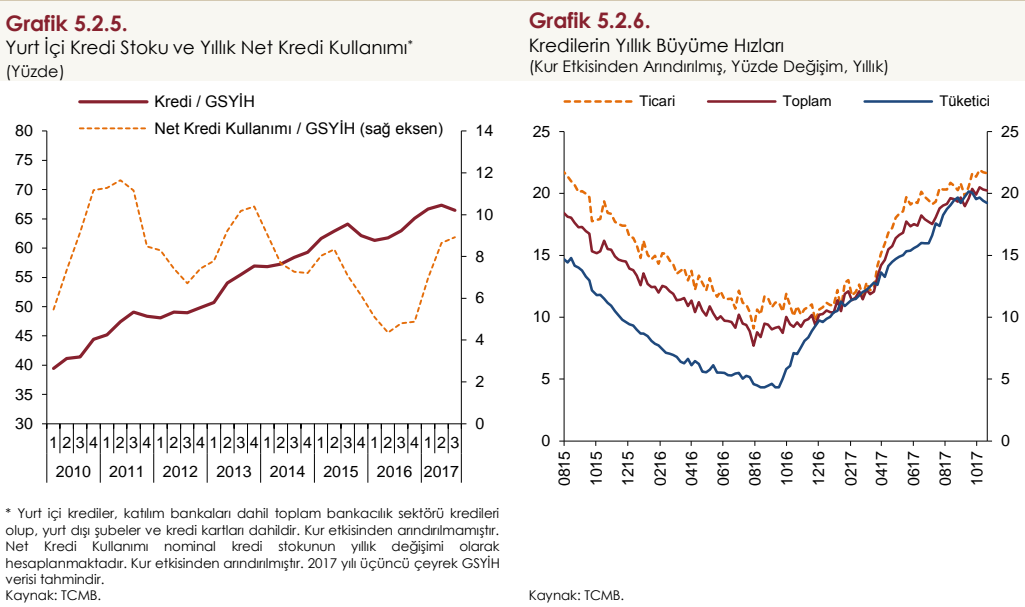
2017 yılının üçüncü çeyreğinde bankaların mevduat dışı temel Türk lirası fonlama maliyetleri yataya yakın seyretmiştir. Söz konusu dönemde, kur takası faiz oranları ile bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip TL mevduatlarına ödenen faiz oranı, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine benzer bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.3).

Yılın üçüncü çeyreğinde, ticari kredi faizi ve TL mevduat faizindeki durağan seyre paralel olarak ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark fazla değişmemiştir. Söz konusu fark, 20 Ekim 2017 itibarıyla bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı oranda gerileyerek 429 baz puan olmuştur (Grafik 5.2.4). Kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır.



Kredi Hacmi

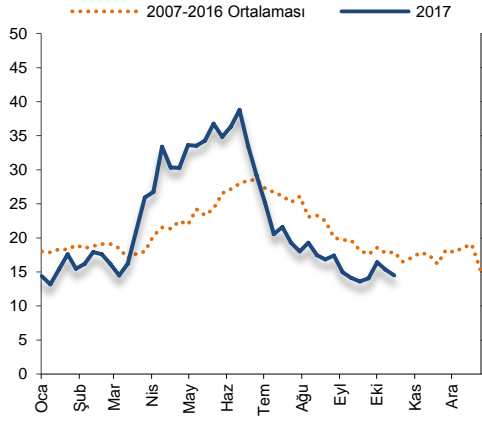
2017 yılının üçüncü çeyreğinde, kredilerin büyüme hızı yavaşlamış ve net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı, bu dönemde, önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir artış sergilemiştir (Grafik 5.2.5).



Yılın üçüncü çeyreğinde, Hazine destekli KGF kefalet teşvikinin önceden belirlenen limitlere ulaşmasının etkisiyle ticari kredilerdeki artış hızı yavaşlamıştır. Öte yandan, makro ihtiyati tedbirlerin gecikmeli etkileri ve iç talepteki canlanma, tüketici kredilerinin büyümesinde ılımlı artışın devam etmesini sağlamaktadır. Bunun sonucunda kur etkisinden anılandırılmış toplam kredilerin yıllık büyüme hızı geçtiğimiz Rapor dönemine göre artarak 20 Ekim 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 19,2 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 5.2.6). Bununla birlikte, KGF kefaletli kredilerin limitlere ulaşması nedeniyle dengelenme eğilimine giren toplam kredilerin büyüme hızı 2007-2016 ortalamasına benzer bir hareket sergilemiştir (Grafik 5.2.7).

Grafik 5.2.7.

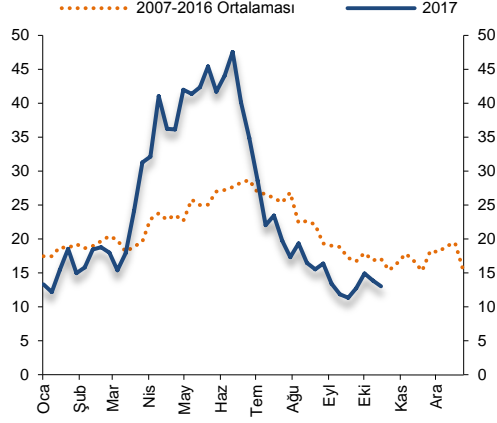
Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.8.

Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)

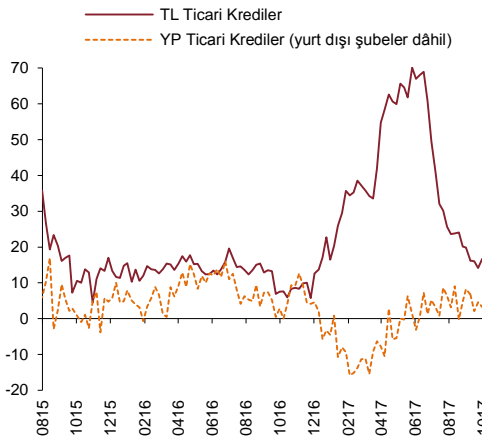


Kaynak: TCMB.

2017 yılının üçüncü çeyreğinde dengelenme sürecine giren ticari kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 20 Ekim 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 13,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.8). Yılın ilk yarısında negatif seyreden YP ticari kredi büyümesinin yıl ortasından itibaren pozitif döndüğü görülmektedir (Grafik 5.2.9).

Grafik 5.2.9.

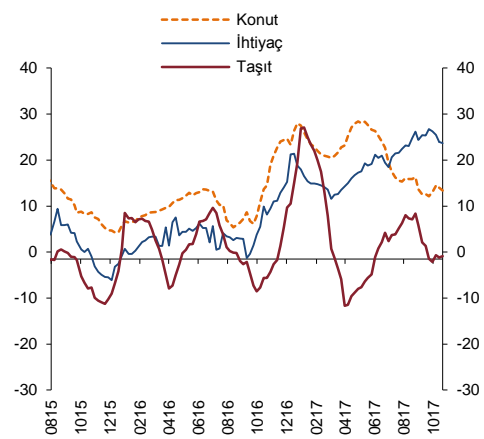
TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10.

Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

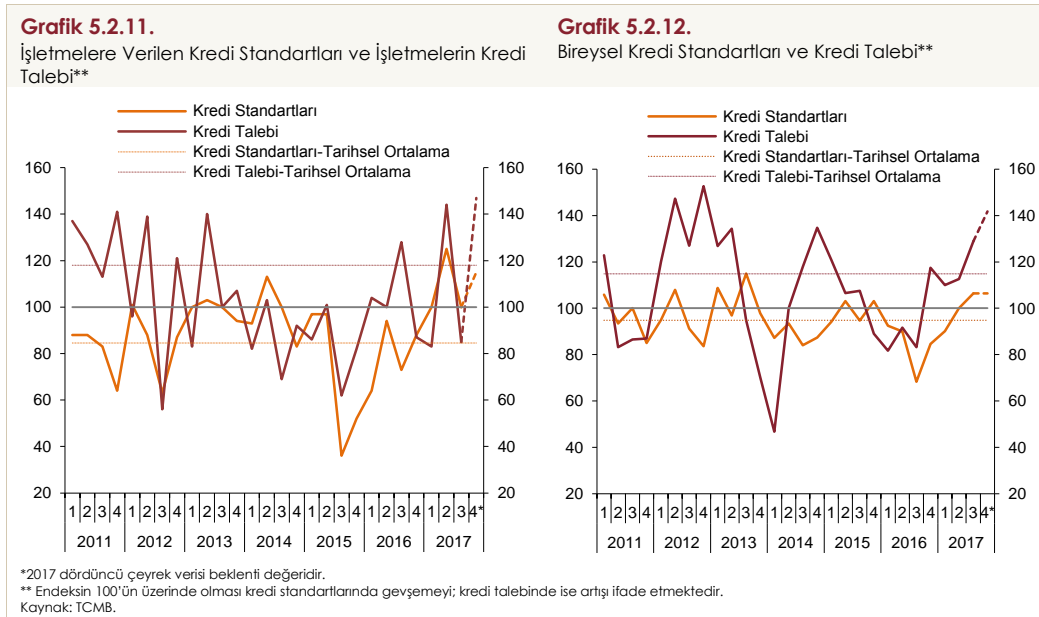
Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde ihtiyaç kredilerindeki güçlü eğilimin devam ettiği, söz konusu kredilerde 13 haftalık hareketli ortalama yıllıklandırılmış büyüme oranının 20 Ekim 2017 itibarıyla yüzde 23,7 olarak gerçekleştiği görülmüştür. Aynı dönemde gerileme kaydeden konut kredilerinin büyüme oranı yüzde 13,4 seviyesindedir. Yılın ikinci çeyreğinde artış gösteren taşıt kredileri mevcut Rapor döneminde yeniden bir gerileme eğilimine girmiştir (Grafik 5.2.10).

Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi 2017 yılı üçüncü çeyrek sonuçları incelendiğinde, bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartların söz konusu çeyrekte değişmemekle birlikte tarihsel ortalamalara göre olumlu seyrettiği görülmektedir (Grafik 5.2.11). Söz konusu standartlara vade ve ölçek ayırımında bakıldığında da benzer bir durum gözlenmektedir. Kredi standartlarını etkileyen faktörler incelendiğinde, banka dışı rekabet ve bankaların likidite pozisyonu gevşetici yönde katkı verirken, genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler sınırlı ölçüde sıkılaştırıcı yönde katkı vermiştir.¹ İşletmelere kullandırılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara göre, krediler üzerindeki kar marjının gevşetildiği, ancak teminat ihtiyacı, vadeye ilişkin şartlar ve daha riskli krediler üzerindeki kar marjının sıkılaştırıldığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanı sıra, işletmelerin kredi talebinin yılın üçüncü çeyreğinde belirgin şekilde gerilediğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). Bu durumun, KOSGEB kredileri, Nefes kredisi ve Hazine destekli KGF kefalet imkanı gibi ticari kredilere dair teşviklerden dolayı kredi talebinin öne alınmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. İşletmelerin kredi talebinde ölçek bazında belirgin değişiklik kaydedilmemiştir. Kredi talebi vade ve para cinsi bazında incelendiğinde, uzun vadeli kredi talebinde yılın üçüncü çeyreğinde düşüş görülürken, yabancı para cinsi kredi talebindeki gerilemenin de devam ettiği gözlenmektedir. Borcun yeniden yapılandırılması ve stok artırımını ihtiyacı, kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmekle birlikte sabit yatırımlar ve diğer bankalardan alınan krediler yılın üçüncü çeyreğinde kredi talebini azaltıcı yönde etkilemiştir.

2017 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin beklentilere göre, işletmelere verilen kredilerin standartlarının gevşemesi öngörülmektedir (Grafik 5.2.11). Beklentilerde ölçeğe ve vade cinsine göre bir farklılaşma görülmemektedir. İşletmelerin kredi talebinde ise tarihsel ortalamalarının üstünde bir artış beklenmektedir.



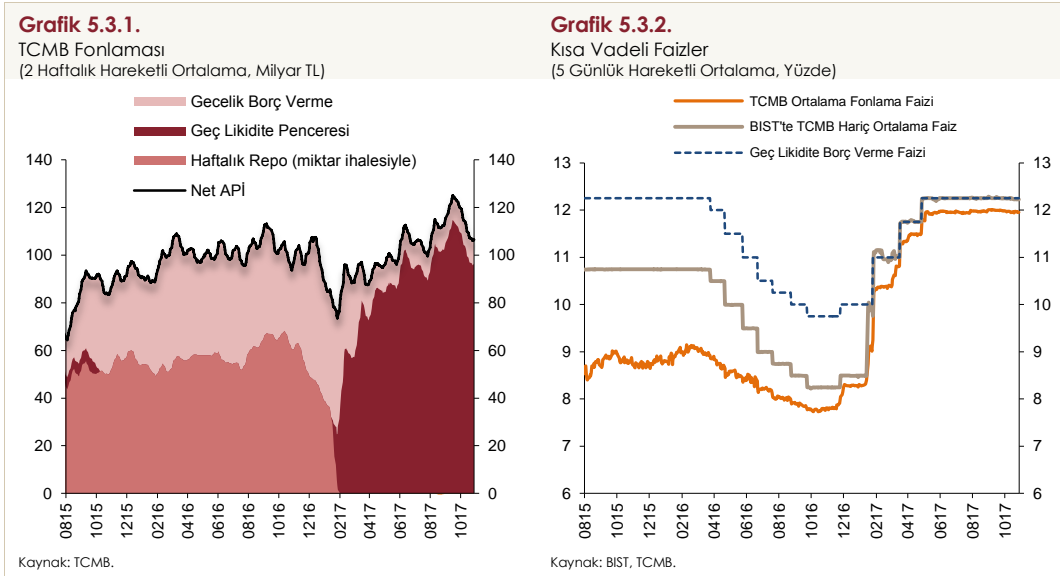
¹ Söz konusu faktörlerin para politikasıyla ilişkisi Kutu 5.1'de incelenmektedir.

Bireysel kredilere yönelik yanıtlara göre, yılın üçüncü çeyreğinde kredi standartlarında ihtiyaç kredisi standartları kaynaklı olarak bir miktar gevşeme gözlenmektedir (Grafik 5.2.12). Söz konusu dönemde konut ve ihtiyaç kredisi talebinde artış görülmektedir. Konut kredisi talebini etkileyen faktörler incelendiğinde, konut piyasasına ilişkin beklentilerin ve tüketici güveni ile vergi ve fonların talebi artırıcı yönde etkilediği belirtilmiştir. İhtiyaç kredilerinde ise dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcama, menkul kıymet alımları ve diğer bankalardan alınan krediler talebi artıran temel faktörler olmuştur. 2017 yılı dördüncü çeyreğinde, bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının sınırlı miktarda gevşemesi, bireysel kredi talebinin ise tarihsel ortalamalarının üstünde artması öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

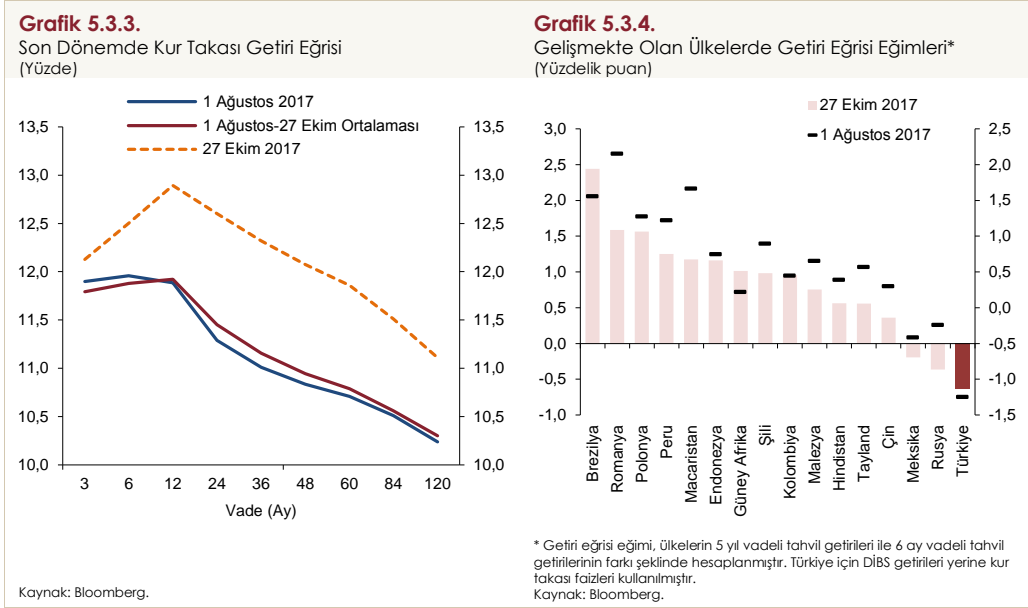
5.3. Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

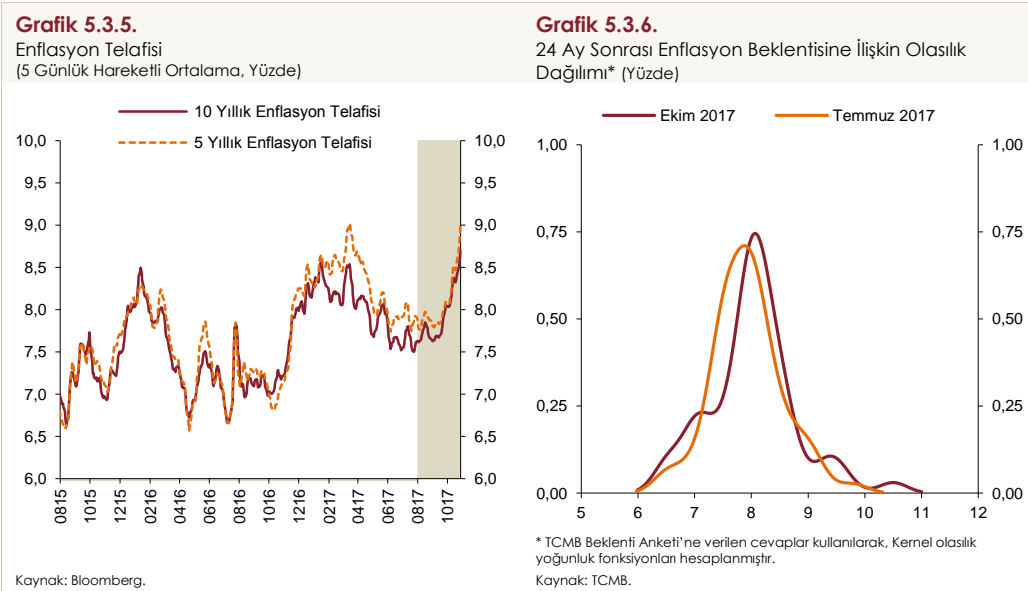
Geçtiğimiz Rapor döneminde olduğu gibi mevcut Rapor döneminde de gecelik borç verme oranından sağlanan fonlama sabit tutulmuş, sistemin fonlama ihtiyacının büyük bölümü GLP'den sağlanmıştır (Grafik 5.3.1). TCMB, Ocak, Mart ve Nisan aylarındaki PPK toplantılarında artırdığı GLP faizini Mayıs ayından bu yana değiştirmemiştir. Uygulanan sıkı likidite politikası sonucu TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi yükselerek GLP faizi ile paralel hareket etmiştir. BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz de Ocak ayından bu yana GLP borç verme faizine yakın seyretmektedir (Grafik 5.3.2).



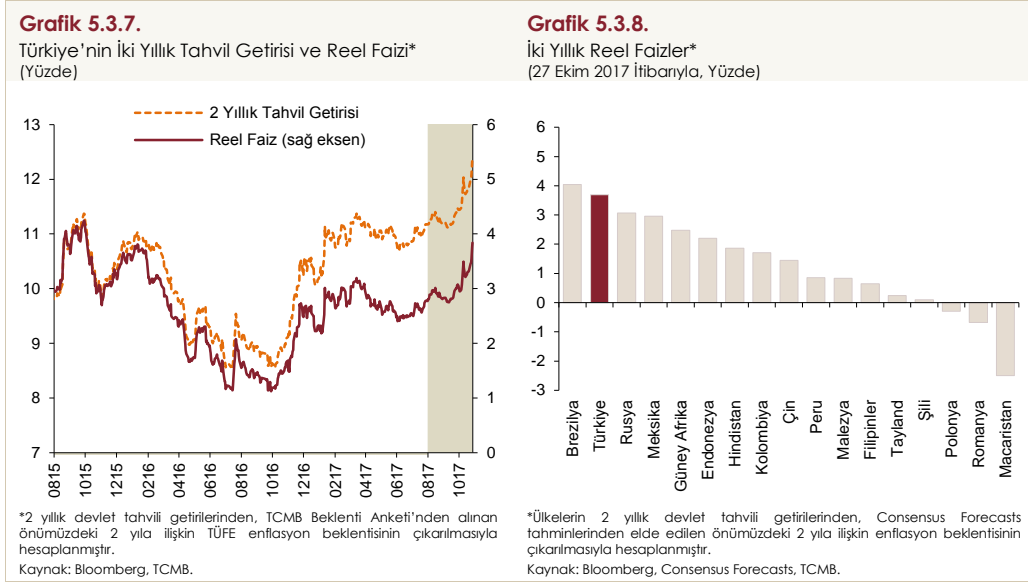
Jeopolitik risklerin artması sonucunda kur takası getirilerinde bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar artış gözlenmiştir (Grafik 5.3.3). Böylece, kısa vadeli kur takası getirileri uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmayı sürdürmüştür (Grafik 5.3.4).



TCMB'nin sıkı para politikası duruşuna karşın, jeopolitik gelişmeler, döviz kurlarında gözlenen oynaklık ve manşet enflasyonda gerçekleşen artışlar, uzun vadeli enflasyon telafilerinin Eylül ayı ortasından bu yana yükselmesine yol açmıştır (Grafik 5.3.5). TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 24 ay sonrası enflasyon oranına ilişkin beklenti dağılımı ise Ekim ayında enflasyon beklentilerinin Temmuz ayına kıyasla sınırlı oranda yükseldiğine işaret etmektedir (Grafik 5.3.6).



Son dönemde iki yıl vadeli tahvilin getirisinde de artış eğilimi gözlenmiştir (Grafik 5.3.7). Söz konusu artış, enflasyon beklentilerindeki sınırlı artışı aştığından iki yıllık reel faizlerde de yükselme eğilimi gözlenmiştir. Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkelerin iki yıl vadeli reel faizleri arasında üst sıralarda yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.3.8).



Para Politikası Tepkisi

Küresel risk iştahının ve dış talebin olumlu seyri, yurt içi tedbir ve teşviklerin ekonomiye kazandırdığı ivmelenme sayesinde iktisadi faaliyet son dönemde güçlenmiştir. Bununla birlikte, maliye politikasının normalleşmesi ve kredi büyümesinin daha dengeli bir patikaya dönmesi, önümüzdeki dönemde, iktisadi faaliyet gelişmelerinin enflasyon üzerinde yaratabileceği yukarı yönlü baskıları sınırlayacak faktörlerdir. Ancak, enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin ulaştığı yüksek seviyeler ile çekirdek enflasyon görünümüne ilişkin gelişmeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. Söz konusu görünüm, para politikasında sıkı duruşu devamını gerektirmektedir. Bu kapsamda, 2017 yılının Ocak-Nisan aylarında para politikasını kademeli olarak sıkılaştıran TCMB, sonrasında da sıkı para politikası duruşunu korumuştur. Ayrıca, TCMB Eylül ve Ekim aylarında yaptığı iletişimde para politikasının temkin düzeyini kademeli olarak güçlendirmiştir.

TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecek; enflasyon görünümünde kalıcı bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşu kararlılıkla sürdürecektir. Mevcut veriler itibarıyla bu duruş, enflasyon eğiliminde ikna edici bir düşüş sağlanana kadar sıkı para politikasının korunmasını gerektirmektedir. TCMB, para politikasını oluştururken orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate almakta ve dolayısıyla enflasyonda yıl içinde gözlenmesi beklenen baz etkileri kaynaklı dalgalanmalardan ziyade enflasyonun ana eğilimindeki gelişmelere odaklanmaktadır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir. TCMB, sıkı politika duruşunun yanı sıra, dezenflasyon sürecini olumsuz etkileyen yapısal unsurlarla da mücadeleyi sürdürmekte, bu konuda kamuoyunun farkındalığını artırmayı ve hedefe odaklı çözümler üretmek konusunda diğer otoriteler ile etkileşimi güçlendirmeyi amaçlamaktadır.

Kutu
5.1Kredi Kanalı'nın Para Politikasının Aktarımındaki Rolü: Türkiye Ekonomisine Dair Anket Temelli Bir Analiz¹

Para politikasının toplam talep ve iktisadi faaliyet üzerindeki etkisi, geleneksel olarak, hanehalkının konut ve tüketim talebi, firmaların ise yatırım talebi üzerindeki etkisi aracılığıyla gerçekleşmektedir. İktisadi yazında, bu kanal, para politikasının faiz kanalı olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan, kredilerin para politikasının aktarımı ve iktisadi faaliyet üzerinde önemli bir role sahip olduğu, özellikle küresel finansal kriz sonrasında yaygın şekilde kabul edilmektedir. Kredi kanalı, para politikasının reel ekonomiyi etkileme şeklinin kredi koşullarına göre farklılaşabilmesine neden olabilmektedir. Bu nedenle, reel faiz oranı para politikasının duruşunu temsil etmede tek başına yeterli bir gösterge olmayabilmektedir. Ancak, makroekonomik değişkenlerin para politikası değişikliklerine verdiği tepki, geleneksel faiz kanalı ve kredi kanalında birbirine oldukça benzer olduğundan iki etkiyi ayırtırmak güç olmaktadır.²

Kredi kanalına dair iktisat yazınındaki çalışmalar ağırlıklı olarak firmalar ile kredi verenler arasında gözlenen bilgi asimetrisi probleminden dolayı kredi verenlerin borçlanana uyguladığı dış finansman primi üzerine yoğunlaşmaktadır. Kredi verenler, borçlanan firmanın finansal durumu ve faaliyetlerini tam olarak ve maliyetsiz şekilde denetleyemediğinden, sağlayacakları finansman için bir prim talep eder. Söz konusu dış finansman primi, para politikasının aktarımında finansal hızlandırıcı olarak adlandırılan bir etkiye yol açarak para politikasının gücünü artırabilmektedir. Bu kanal, iktisat yazınında geniş kredi kanalı ya da borçlu bilanço kanalı olarak bilinmektedir.

Geniş kredi kanalına ek olarak aynı banka borç verme kanalından da bahsedilebilir. Banka borç verme kanalında para politikasında yapılan bir değişiklik, bankaların merkez bankasından yaptıkları borçlanmanın miktar ve maliyetini değiştirmek suretiyle bankanın kredi arzı üzerinde de etkili olabilmektedir.

Kredi kanalına dair bu tartışmaların ışığında, bu kutuda, Türkiye ekonomisinde kredi kanalının para politikasının aktarımında nasıl bir öneme sahip olduğu incelenmektedir. Kredi kanalının geleneksel faiz kanalından ayrıştırılmasına dair yukarıda da bahsedilen güçlüklerden ötürü, bu çalışmada TCMB tarafından yürütülen Banka Kredileri Eğilim Anketinden (BKEA) yararlanılmaktadır. Söz konusu ankette, bankaların kredi yetkililerine, kredi standartları, koşul ve kurallar, kredi talebi gibi konulardaki değerlendirmeleri sorularak, alınan yanıtlar sayısal olarak toplulaştırılmaktadır. Bankalara geride bırakılan çeyrekte kredi koşullarının hangi yönde değiştiği (sıkılaştırma/gevşeme) ve bu değişiklik üzerinde hangi unsurların etkili olduğu sorulmaktadır. Ankete katılan bankalar kredi koşullarındaki değişime Tablo 1'de listelenen faktörlerin her birinin ne ölçüde katkısı olduğunu (çok oldu/biraz oldu/katkısı olmadı) belirtmektedir. Bankaların yanıtlarının toplulaştırılması sırasında ise ilgili faktörlerden biraz sıkılaştırma veya çok sıkılaştırma yönünde katkı verenlerin yüzdesinden biraz gevşetme veya çok gevşetme yönünde katkı verenlerin yüzdesinin çıkarılmasıyla hesaplanan net değişim yüzdesi kullanılmaktadır. BKEA'da kredi standartlarını etkileyen faktörler Tablo 1'deki şekilde sınıflandırılarak her iki kanal için gösterge olarak nitelendirilebilecek birer kredi kanalı değişkeni oluşturulmuştur. Bu şekilde hesaplanan değişkenlerdeki artış kredi koşullarında sıkılaştırma anlamına gelmektedir.

¹ Bu kutu Bulut ve diğerleri, (2017) çalışmasındaki bulguların kısa bir özetinden oluşmaktadır.

² Türkiye için bu konuda yapılmış bir çalışma Temmuz 2017 Enflasyon Raporunda "Kutu 7.1: Kredi Arzındaki Değişimlerin Makroekonomik Etkileri" başlığıyla yer almaktadır.

Oluşturulan banka borç verme kanalı değişkeni (BBV), bankaların kendi finansman durumlarının kredi koşulları üzerinde hangi yönde belirleyici olduğunu göstermektedir. Örneğin, bankanın sermaye yeterliliği veya likidite pozisyonuna dair değişimler, bankanın kredi koşullarını da uygun şekilde uyarlamasına yol açabilmektedir. Keza, kredi veya mevduat piyasasında oluşan rekabet koşullarındaki gelişmeler de bankaların kredi standartları üzerinde belirleyici olabilmektedir. Diğer taraftan, oluşturulan borçlu bilanço kanalı değişkeni (BB) ise ekonominin geneline, sektöre veya borçlanıcı firmaya özgü kredi riskine dair algılamaların, bankanın belirlediği kredi koşulları üzerinde ne yönde etkili olduğunu göstermektedir.

Tablo 1. Kredi Kanalı Değişkenlerinin Oluşturulması

Kredi Kanalı Değişkeni	Banka Kredileri Eğilim Anketinden Kullanılan Sorular
Banka Borç Verme Kanalı Değişkeni	A – Fon Maliyetleri ve Bilanço Kısıtlamaları Sermaye Yeterliliğiyle İlgili Kısıtlar Para ve Tahvil Piyasasına Erişim Olanğı Bankanın Likidite Pozisyonu
	B – Rekabet Baskısı Diğer Bankaların Rekabeti Banka Dışı Mali Kesimin Rekabet Piyasa Finansmanı Kaynaklı Rekabet
Borçlu Bilanço Kanalı (Geniş Kredi Kanalı) Değişkeni	C – Risk Algılaması Genel Ekonomik Faaliyetlere İlişkin Beklentiler Endüstri ya da Firmalara İlişkin Görünüm Talep Edilen Teminatlara İlişkin Riskler

Bu analizde Ciccarelli, Maddaloni ve Peydró (2015) çalışmasındaki yaklaşım kullanılarak kredi kanalı, "borçlu bilanço kanalı (geniş kredi kanalı)" ve "banka borç verme kanalı" olarak ikiye ayrılmıştır. Böylelikle, para politikasının krediler aracılığıyla aktarımının ağırlıklı olarak borçluların bilançoları üzerinden mi yoksa bankaların bilançoları üzerinden mi etki gösterdiği sorusu cevaplanmaya çalışılmaktadır. Bu iki kanalın para politikasının aktarımındaki rolünün ortaya çıkarılması amacıyla milli gelir (Y), fiyatlar (P), döviz kuru (RER), kredi talebi (D), borçlu bilanço kanalı değişkeni (BB) ile banka borç verme kanalı değişkeni (BVL) ve para politikası faizinin (R) değişkenler olarak kullanıldığı kısıtlanmamış bir vektör otoregresyon (VAR) modeli tahmin edilmiştir.

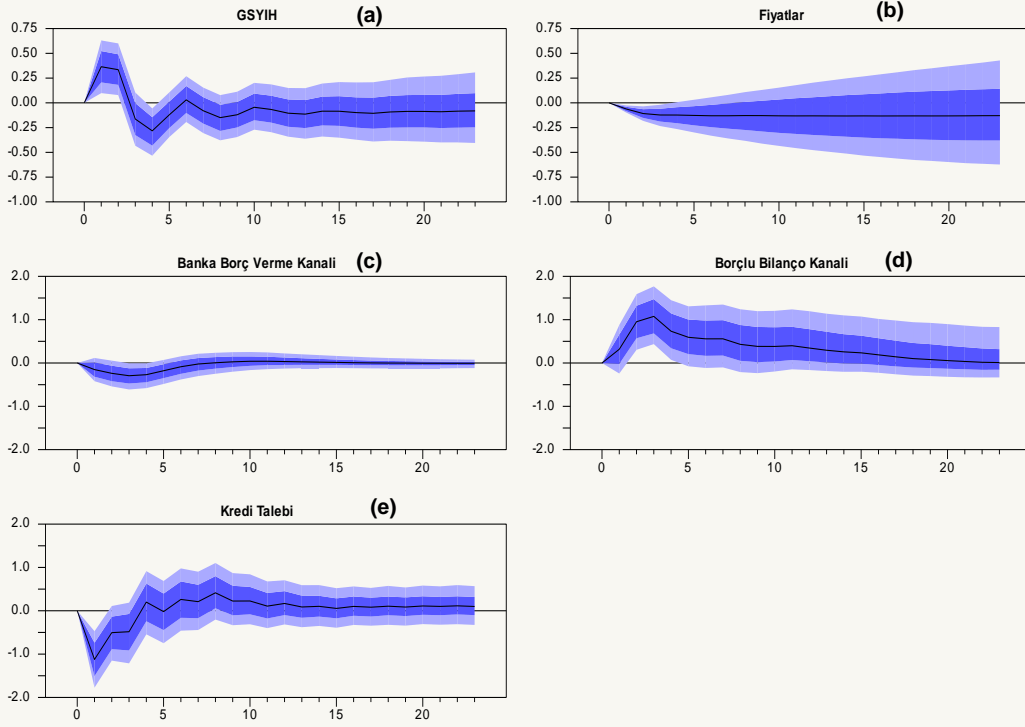
$$Z_t = BZ_{t-1} + \varepsilon_t, \quad Z' = [\log Y \ \log P \ \log RER \ D \ BB \ BVL \ R].$$

Örnekleme 2004Ç3-2016Ç4 dönemini kapsamaktadır. İktisadi faaliyet düzeyi göstergesi olarak GSYİH, genel fiyat düzeyi için ise tüketici fiyatları endeksi serileri mevsimsellikten arındırılmış şekilde ve logaritmaları alınarak kullanılmıştır. Döviz kuru değişkeni olarak reel efektif döviz kuru, para politikası durumu göstergesi olarak ise BİST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik piyasa faizleri kullanılmıştır. Kredi kanalına dair tanımlanan değişkenler işletme kredilerine dair sorulardan oluşturulmuştur. Modeldeki şokların belirlenebilmesi için kullanılan Cholesky ayrıştırmasında değişkenler yukarıdaki denklemde yazıldığı şekilde sıralanmıştır.

Yukarıda anlatılan VAR modelinin Bayesçi bir yaklaşımla tahmin edilmesiyle elde edilen etki-tepki fonksiyonları Grafik 1'de sunulmaktadır. Grafiklerde para politikası faizinin 25 baz puan yükseltilmesi durumunda diğer değişkenlerin verdikleri tepki gösterilmektedir. Buna göre, politika faizindeki artış işletmelerin kredi talebinde bir azalmaya neden olmakta; kredi arzı üzerinde ise banka borç verme kanalıyla (BBV) belirgin bir etkide bulunmazken, borçlu bilanço kanalıyla (BB) daha güçlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkide bulunmaktadır. Sonuçlara göre, bankalar, para politikasının sıkılaştırılmasını takip eden dönemde

firmaların faaliyetlerinde ve dolayısıyla nakit akışlarında meydana gelebilecek bir yavaşlamanın kredi riski üzerindeki potansiyel etkisinden ötürü kredi koşullarını sıkılaştırmayı tercih etmektedir. Ancak, bankaların, para politikası faizindeki yükselişin fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamaları veya rekabet baskısı üzerindeki potansiyel etkileri nedeniyle kredi koşullarını sıkılaştırmadığı bulunmuştur.

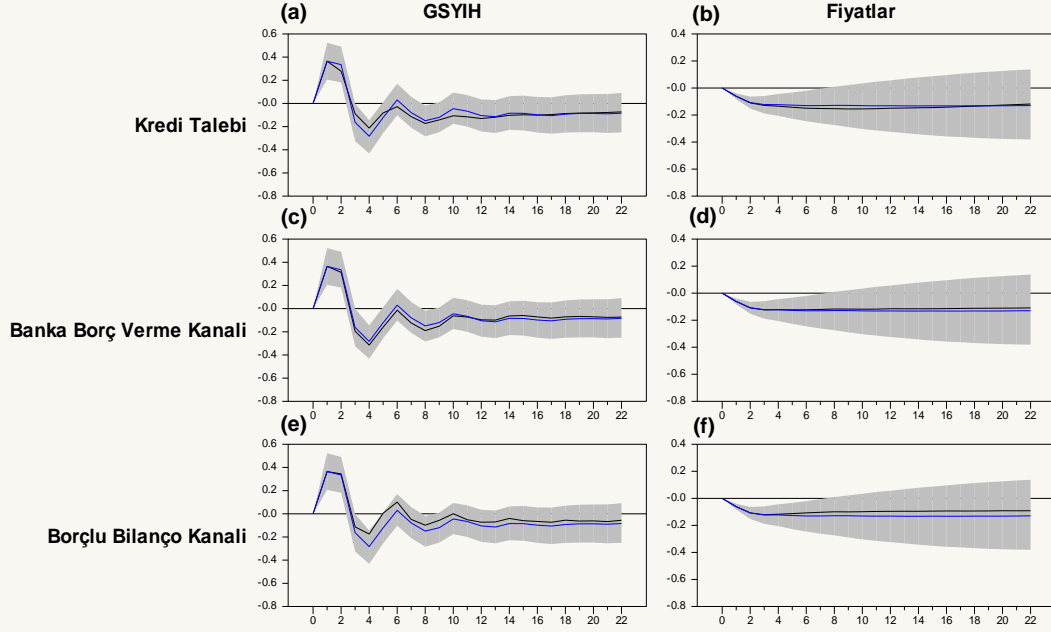
Grafik 1. Para Politikası Şokuna Tepkiler



Not: Grafikler farklı değişkenlerin 25 baz puanlık pozitif bir para politikası şokuna verdiği tepkiyi göstermektedir. Grafiklerdeki siyah renkli çizgi medyan tepkiyi göstermekte, koyu mavi renkle taralı alan yüzde 68 Bayesçi güven aralığını, açık mavi renkle taralı alan ise yüzde 95 Bayesçi güven aralığını göstermektedir. Bayesçi güven aralıkları Ciccarelli ve diğerleri (2015) çalışmasında anlatıldığı şekilde hesaplanmıştır.

Grafik 1'deki sonuçlar para politikasındaki sıkılaştırmanın kredi arzı üzerinde, özellikle kredi talep edenlerin bilançoları veya genel ekonomik koşullar kaynaklı olarak etkili olduğunu; ancak, bankaların finansman durumları üzerinden benzer etkinin gözlenmediğini ortaya koymaktadır. Grafik 2'de ise söz konusu kredi kanallarının, GSYİH ve tüketici fiyatları üzerinde ne ölçüde etkili olduğu gösterilmektedir. Grafik 2'deki mavi çizgiler Grafik 1'deki ilgili kredi kanalının mevcut olduğu durumdaki tepkiyi, siyah çizgiler ise ilgili kredi kanalı hiç etkili olmasaydı modelin vereceği tepkiyi göstermektedir.³ Örneğin, Grafik 2-e'de, borçlu bilanço kanalının etkisinin olmadığı durumda para politikasının GSYİH üzerindeki etkisinin belirgin şekilde azaldığı görülmektedir. Grafik 2-c'de ise, banka borç verme kanalının etkisi olmasaydı para politikasının GSYİH üzerindeki etkisinde önemli bir farklılığın oluşmadığı ortaya çıkmaktadır. Tüketici fiyatlarının para politikası değişimine verdiği tepki ise söz konusu kredi kanallarının etkili olup olmamasına göre önemli bir farklılık göstermemektedir.

³ Modele kredi kanalını etkisiz hale getirecek olgu-karşıtı kredi koşulları ve kredi talebi şokları girilerek, ilgili kredi kanalının (kredi talebi, banka borç verme kanalı, borçlu bilanço kanalı) kapatıldığı modelin tahmin ettiği medyan tepki hesaplanmaktadır. Yönteme ilişkin ayrıntılı bilgi Ciccarelli ve diğerleri (2015) ile Bulut ve diğerleri (2017) çalışmalarında bulunmaktadır.

Grafik 2. Kredi Kanalının Para Politikası Aktarımına Etkisi

Not: Grafiklerdeki gri taralı alan GSYİH ve tüketici fiyatlarının 25 baz puanlık pozitif bir para politikası şokuna verdiği tepki aralığını (yüzde 68 Bayesgi güven aralığı) göstermektedir. Mavi renkli çizgi Grafik 1'deki medyan tepkiyi göstermekte, siyah çizgi ise modele kredi kanalını etkisiz hale getirecek olgukarşıtı kredi koşulları ve kredi talebi şokları girilerek kredi kanalının kapatıldığı modelin medyan tepkiyi göstermektedir.

Özetle, çalışmanın bulguları, Türkiye'de para politikasının kredi kanalı üzerinden reel ekonomiye aktarımında, banka borç verme kanalından ziyade borçlu bilanço kanalı olarak da adlandırılan geniş kredi kanalının etkili olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, Türkiye'de kredi kanalının çalışmasında bankaların kendi bilançoları veya finansman koşullarından kaynaklanan arz kısıtlarının değil, bankaların genel ekonomik görünüme dair belirsizlik ve borçlanan kesimin kredi kalitesine dair değerlendirmelerinden (teminat kısıtları, vb.) kaynaklanan arz yönlü etkilerin daha önemli olduğu ortaya çıkmaktadır.

Kaynakça

- Bulut, M., S.T. Tiryaki ve M. Topaloğlu (2017). "Kredi Kanalının Para Politikasının Aktarımındaki Rolü: Türkiye Ekonomisine Dair Anket Temelli Bir Analiz", TCMB, devam eden çalışma.
- Ciccarelli, M., A. Maddaloni ve J. L. Peydró (2015). "Trusting the Bankers: A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy. *Review of Economic Dynamics*", 18 (4): 979-1002.