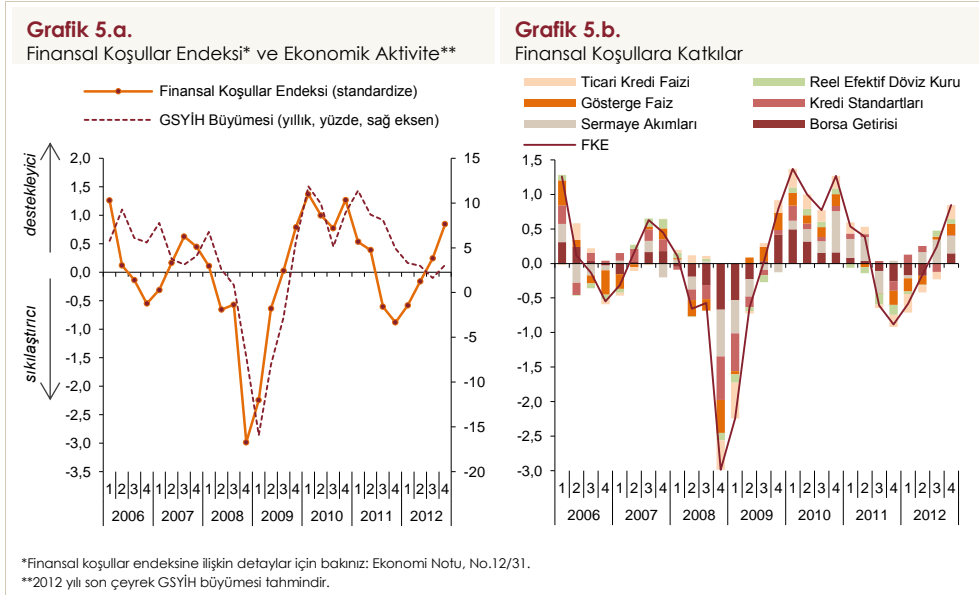


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

Genel Görünüm

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının hızlanması ve TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politikalarına devam etmesi nedeniyle hem küresel hem de Türkiye'ye ilişkin finansal koşullar genel itibarıyla destekleyici yönde seyretmiştir. Bu çerçevede, çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2012 yılının ikinci yarısında ortalamanın üzerinde seyretmiş ve son çeyrekte de artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.a).



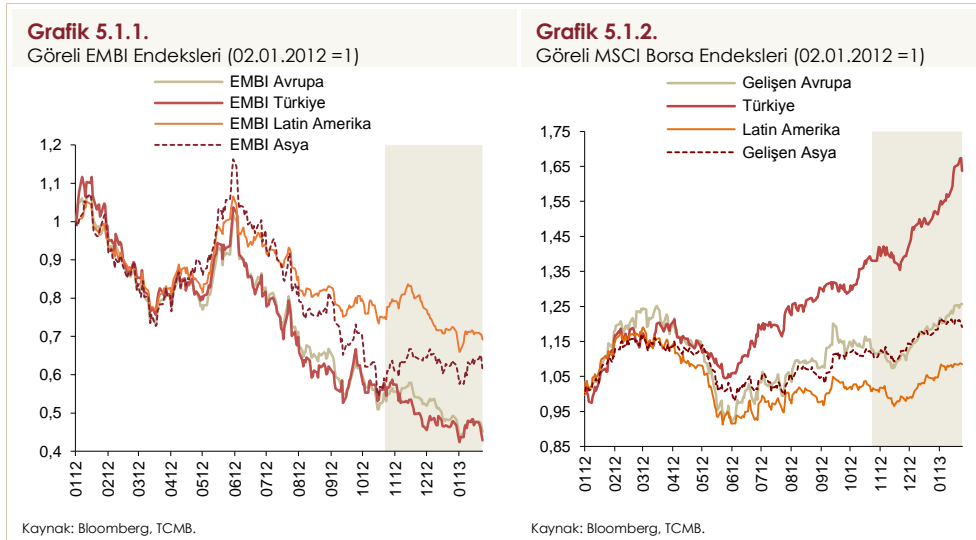
2012 yılının son çeyreğinde, küresel risk iştahındaki yüksek artışa paralel olarak İMKB borsa getirisi ve sermaye akımları finansal koşullara pozitif katkı sağlamıştır (Grafik 5.b). Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki iyileşmeye rağmen, TCMB politika uygulamalarının bir sonucu olarak döviz kurundaki değerlendirme sınırlı kalmış, bu nedenle FKE'ye pozitif katkısı düşük gerçekleşmiştir. TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politikalarına devam etmesi, makroekonomik göstergelerin ekonomideki dengelenme sürecinin başarılı olduğunu teyid etmesi, uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırımı gibi etkenler piyasa faizlerinin belirgin olarak düşüş göstermesine neden olmuş, bu nedenle gösterge faizin FKE'ye katkısı pozitif yönde olmuştur. 2012 yılının son çeyreğinde kredi faizlerinin belirgin şekilde düşmesi ile birlikte kredi talebi

canlanmış, kredi büyümesi yılın son çeyreğinde yeniden ivme kazanarak geçmiş yılların ortalamasına yaklaşmıştır. Başka bir ifade ile 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren finansal koşullara sıkılaştırıcı yönde katkı veren kredi faizi 2012 yılının son çeyreğinde koşullara destekleyici yönde katkı vermeye başlamıştır. Bununla birlikte 2012 yılının üçüncü çeyreğinde FKE'ye negatif katkı veren kredi standartlarının son çeyrekteki katkısı ihmal edilebilir düzeyde kalmıştır. Kredi eğilim anketi sonuçlarına göre son çeyrekte kredi talebinin yüksek seyrettiği, ancak bankaların kredi koşullarını gevşetme konusunda ihtiyatlı davrandığı dikkat çekmektedir.

5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

Yılın son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikalarına devam etmesi ve Avrupa'da alınan önlemlerin krizin derinleşme olasılığını azaltması küresel risk iştahını olumlu etkilerken, ABD'deki mali uçurum tartışmaları küresel piyasalarda belirsizlik yaratan bir faktör olmuştur. 2013 yılının başında ise ABD'de bütçe konusunda anlaşma sağlanması ile mali uçurum endişelerinin ötelenmesi ve ABD ve Çin'de büyümeye ilişkin beklenenden iyi gelen veriler risk iştahını daha da artırmıştır.

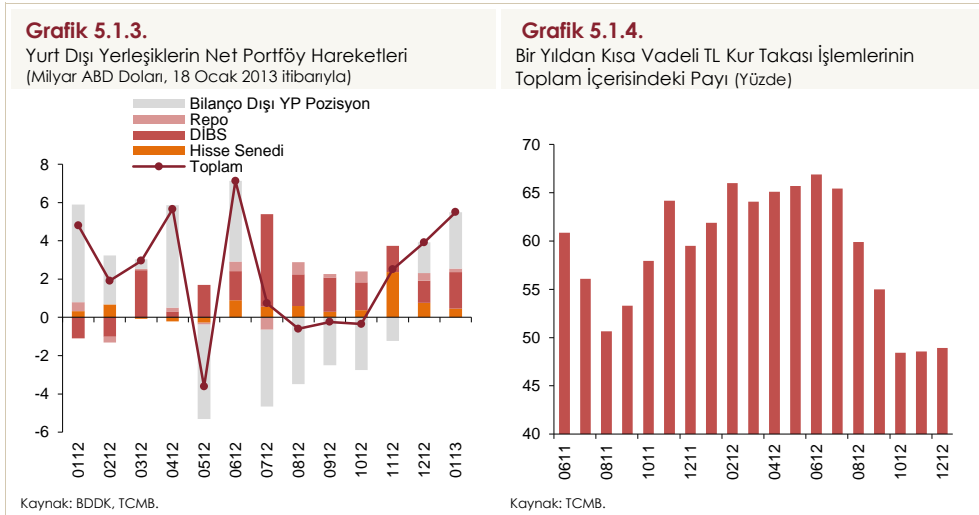


Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana artan küresel risk iştahı ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları başta hisse senedi piyasalarında olmak üzere hızlanmıştır. Türkiye'de ise TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politika uygulamalarına devam etmesi, yeni açıklanan

makroekonomik verilerin hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar açısından olumlu gelmesi ve uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırımı, diğer gelişmekte olan ülkelere göre Türkiye'nin risk primi ve borsa endeksinde yılın ikinci yarısında başlayan olumlu yönde ayrılmaya ivme kazandırmıştır (Grafik 5.1.1 ve 5.1.2).

Portföy Hareketleri

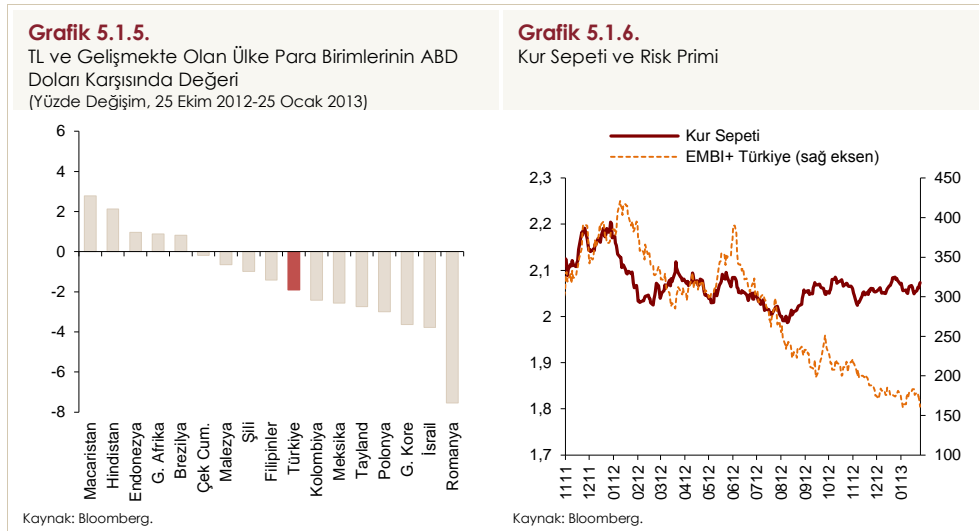
Küresel risk iştahının artması ve Türkiye'ye özgü yukarıda bahsi geçen gelişmeler özellikle Kasım ayı ortasından bu yana hisse senedi piyasasına yabancı yatırımlarının hızlanmasına neden olmuştur. Ayrıca, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana DİBS piyasasındaki yabancı payı özellikle bir yıldan uzun vadelerde artış eğilimini sürdürmüştür. Bu gelişmelerde, Türkiye'nin orta ve uzun vadeli makroekonomik performansına ilişkin olumlu beklentilerin rol oynadığı düşünülmektedir.



TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici bir konuma geçmesi ve döviz rezerv opsiyonu mekanizmasının etkilerinin daha belirgin hissedilmesi ile birlikte 2012 yılı ortasından Kasım ayına kadar geçen dönemde hisse senedi, DİBS ve repo kalemlerinde gözlenen sermaye girişine rağmen, bankaların kısa vadeli TL likidite ihtiyacındaki azalmaya paralel olarak yabancı para bilanço dışı pozisyonlarında azalış gözlenmiştir (Grafik 5.1.3). Aralık ve Ocak aylarında ise hem küresel risk iştahındaki artış, hem de olumlu yurtiçi gelişmeler yabancıların Türkiye'deki tüm yatırımlarını artırmalarına neden olmuştur. TCMB politikaları TL kur takası işlemlerinin vade yapısı üzerinde belirleyici olmuştur. TCMB'nin likidite koşullarında destekleyici duruma geçmesinin ve rezerv opsiyonu mekanizmasının etkisiyle 2012 yılının üçüncü çeyreğinde bir yıldan kısa vadeli TL kur takası

işlemlerinin toplam içerisindeki payının azaldığı görülmektedir (Grafik 5.1.4). Son çeyrekte ise kısa vadeli kur takası işlemlerinin payında belirgin bir değişim gözlenmemiştir.

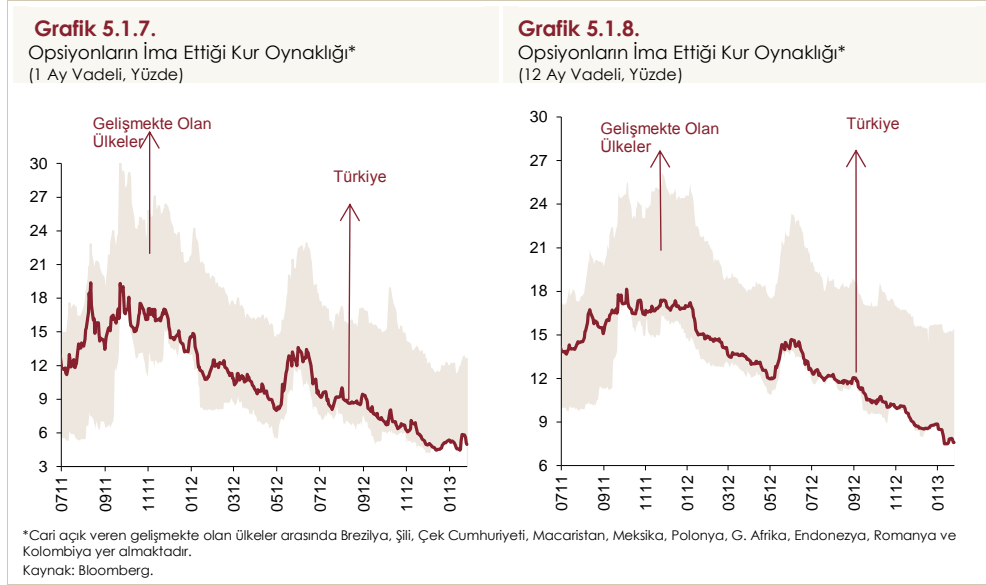
Son dönemde artan küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının etkisiyle birçok gelişmekte olan ülke para birimi ABD doları karşısında değer kazanırken, Türk lirasındaki değerlenme görece olarak daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.5). Bu gelişmede rezerv opsiyonu mekanizması, piyasa faizlerinin tüm vadelerde diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla düşüş göstermesi ve Aralık ayında yabancı para zorunlu karşılık oranlarının artırılması etkili olmuştur. Bu gelişmelerin sonucu olarak risk priminde gözlenen belirgin düşüşe rağmen kur sepeti son çeyrekte genellikle yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.6).



TCMB, küresel risk iştahındaki ve portföy hareketlerindeki değişimleri yakından takip etmekte ve bu gelişmelerin döviz kuru ve krediler gibi değişkenler üzerinde finansal istikrar açısından oluşturabileceği riskleri sınırlamaya yönelik politikalar uygulamaktadır.

TCMB tarafından uygulanan politikalar döviz kuru oynaklığının azalmasına da önemli katkı sağlamaktadır (Kutu 5.1). Yılın ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde gözlenen azalışa bağlı olarak düşmeye başlayan opsiyonların ima ettiği döviz kuru oynaklıkları son çeyrekte de gerilemeye devam etmiştir. Bu dönemde, Türk lirasının ima edilen oynaklığı cari açık veren gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla hem kısa hem de orta vadelerde düşük seviyelerini korumuştur (Grafik 5.1.7-5.1.8). Kutu 5.2, TCMB'nin uyguladığı

olduğu yeni politikaların ABD doları/TL döviz kurunun beklenen oynaklığını azaltmasının yanısıra, döviz kurunun değer kaybetme beklentisini ima eden “çarpıklık” ve her iki yöndeki aşırı hareket beklentilerini yansıtan “basıklık” değerlerini de düşürdüğünü göstermektedir.



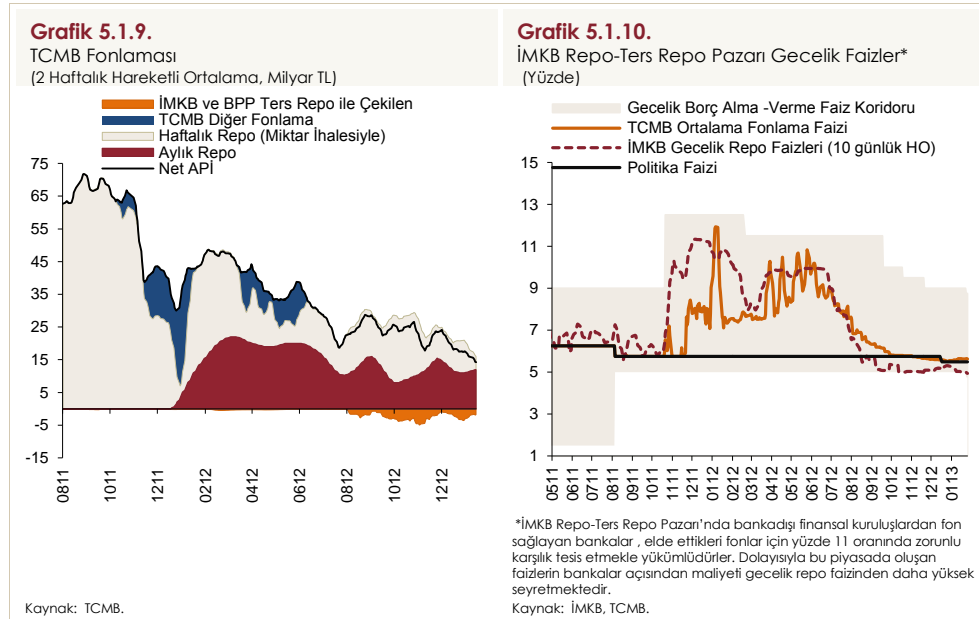
TCMB, uluslararası likidite koşullarında gözlenen olumlu gelişmeler ve döviz piyasalarındaki likidite akışkanlığını dikkate alarak 2 Ocak 2013 tarihinden itibaren Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık faaliyetlerine son vermiştir. Ayrıca 25 Aralık 2012 itibarıyla Döviz Depo Piyasası'nda bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde ABD doları ve euro cinsinden TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir aydan bir haftaya düşürülmüş ve söz konusu piyasada ABD doları için yüzde 4,5 euro için yüzde 5,5 olarak belirlenmiş borç verme faiz oranları her iki para birimi için de yüzde 10'a yükseltilmiştir. Bunun yanısıra 2 Ocak 2013 tarihi itibarıyla gün içi döviz satım ihaleleri sonlandırılmıştır.

Para Politikası Uygulamaları

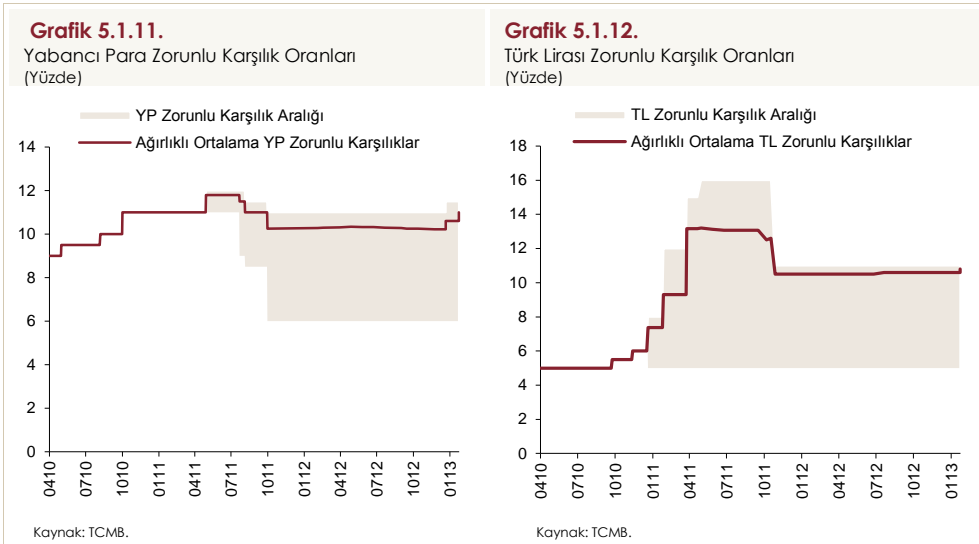
Enflasyon görünümündeki iyileşme, makro finansal risklere dair kredi ve cari açık gibi değişkenlerdeki olumlu seyir ve ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleşmesi nedeniyle para politikası 2012 yılının ikinci yarısından itibaren kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Ancak küresel ekonomiye dair belirsizliklerin yılın son çeyreğinde de sürmesi nedeniyle TCMB makro finansal riskleri de gözeterek esnek para politikası uygulamalarına devam etmiştir. Sermaye girişlerinin hızlandığı mevcut konjonktürde finansal istikrara dair

riskleri dengelemek amacıyla bir yandan faiz oranları düşük tutulmuş, diğer yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edilmiştir. Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki iyileşme, rezerv opsiyonu mekanizmasının aktif olarak uygulanması ve ticari kredilerdeki ılımlı seyir faiz koridorunun üst sınırının ölçülü oranda indirilmesine olanak tanımış ve bu sebeple Kasım ayında gecelik borç verme faiz oranı 50 baz puan düşürülerek faiz koridoru daraltılmıştır. Ayrıca finansal istikrarı desteklemek amacıyla Kasım ayında rezerv opsiyonu katsayıları sınırlı oranda artırılmış, Aralık ayında politika faizi 25 baz puan düşürülmüştür. Ocak ayında ise sermaye girişlerinin giderek hızlanması nedeniyle, finansal istikrarı desteklemek amacıyla faiz koridoru sınırlı oranda indirilirken zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atılmıştır.

TCMB'nin destekleyici para politikası uygulamaları çerçevesinde ortalama fonlama faizi yılın son çeyreğinde politika faizine yakın seviyede yatay bir seyir izlemiştir. Bu dönemde TCMB piyasayı ağırlıklı olarak miktar ihalesiyle gerçekleştiren bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle düzenlenen aylık repo ile fonlamıştır. Ayrıca, para piyasasındaki faizlerin faiz koridorunun alt bandı olan gecelik borç alma seviyesinde oluşmasını sağlamak için finansal sisteme ihtiyacının üzerinde likidite sağlanmaya devam edilmiş ve fazla likidite İMKB para piyasasında gecelik vadede çekilmiştir (Grafik 5.1.9). Bu gelişmelere paralel olarak İMKB'de oluşan gecelik repo faizlerinin koridorun alt seviyesine yakın seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.10).

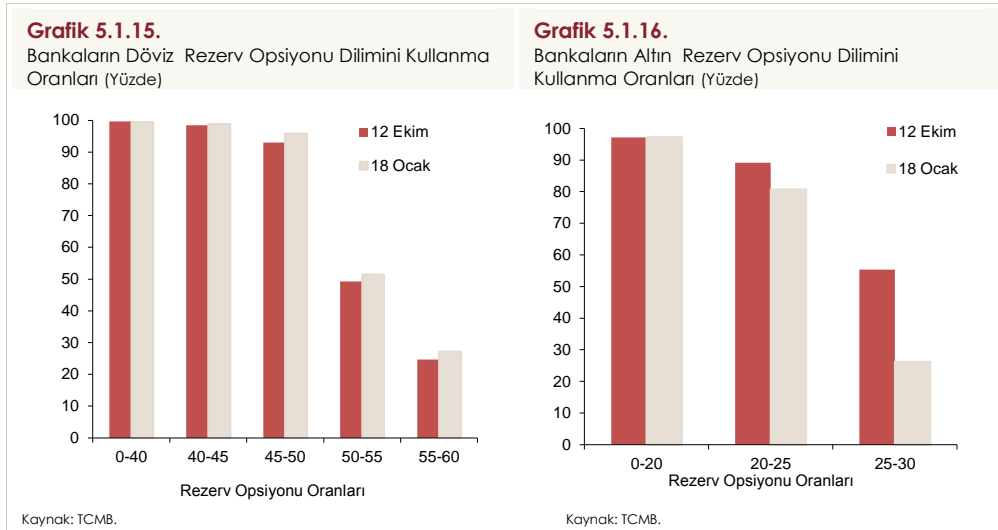
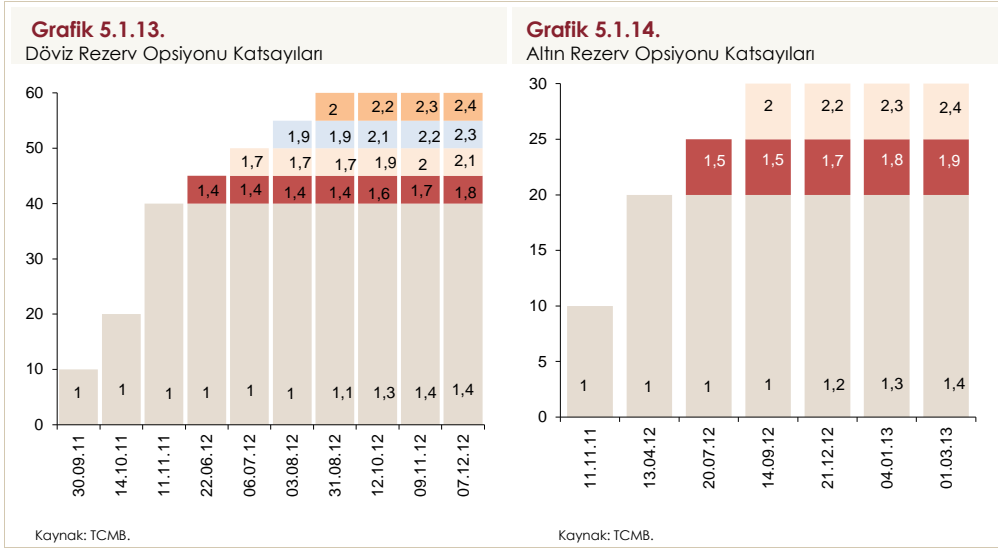


Aralık ayında hem finansal istikrarı desteklemek hem de bankacılık sektörünün yabancı para yükümlülüklerinin vadesini uzatmak amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranları 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler haricinde kalan vadeler için 0,5 puan artırılmış ve böylece ortalama yabancı para zorunluk karşılık oranı yüzde 10,2'den yüzde 10,6 seviyesine yükselmiştir. Aynı vadelerde Ocak ayında da 0,5 puanlık yabancı para zorunlu karşılık oranı artışı gerçekleştirilmiş ve böylece ortalama yabancı para zorunluk karşılık oranı yüzde 11 düzeyine yükselmiştir (Grafik 5.1.11). Ocak ayında Türk lirası zorunlu karşılık oranları 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile diğer yükümlülükler dışında kalan vadeler için 0,25 puan artırılmış ve ortalama zorunlu karşılık oranı yüzde 10,6'dan yüzde 10,8'e yükselmiştir (Grafik 5.1.12).

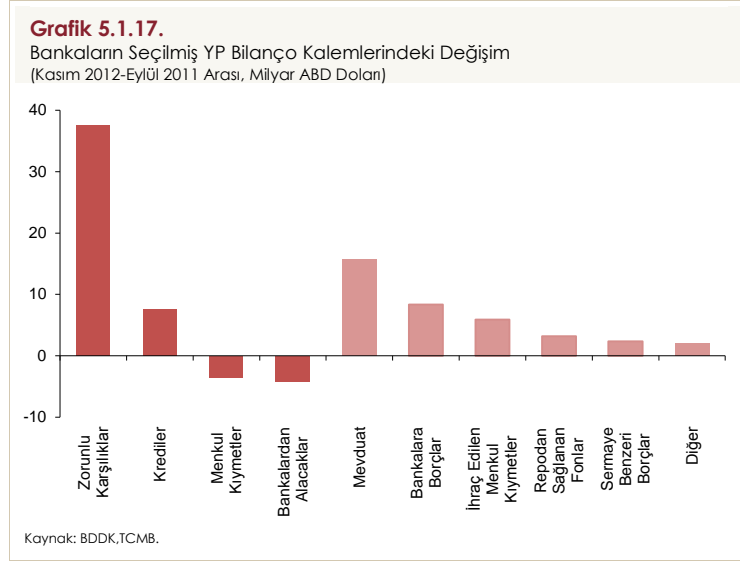


Ayrıca, döviz rezerv opsiyonu katsayıları Kasım ayında yüzde 40'lık dilimden sonraki tüm dilimlerde 0,1 puan, altın rezerv opsiyonu katsayıları ise tüm dilimlerde Kasım ayında 0,2, Aralık ve Ocak aylarında 0,1'er puan artırılmıştır (Grafik 5.1.13 ve Grafik 5.1.14). Mevcut durumda döviz ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen katsayılar 2,4 olmuştur.

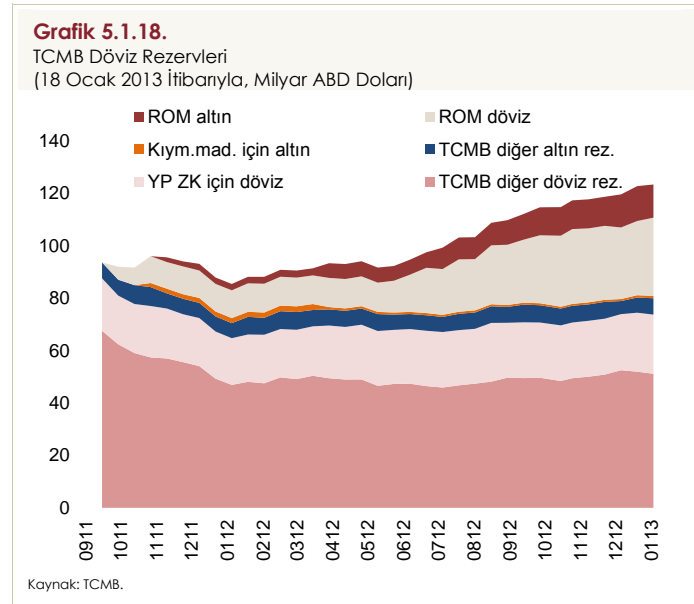
Rezerv opsiyonu mekanizması ile bankalara Türk lirası zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlansa da zaman içinde rezerv opsiyonu katsayılarının artırılması bankalar açısından imkânın maliyetini kademeli olarak artırmıştır. Ancak buna rağmen imkânın kullanımının yüksek oranlarda seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.15 ve Grafik 5.1.16). Bankaların imkândan faydalanma oranı 18 Ocak 2013-1 Şubat 2013 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 89, altın imkânı içinse yüzde 83'dür.



Bankaların yabancı para cinsi bilanço kalemlerindeki değişimler yabancı para cinsi tutulan zorunlu karşılık yükümlülüklerini nasıl fonladıkları hakkında önemli bilgi vermektedir. İmkânın başladığı 2011 yılı Eylül ayından itibaren yabancı para cinsi bilanço kalemlerindeki değişimler incelendiğinde, bankaların özellikle mevduat, bankalara borçlar ile menkul kıymet ihraçlarını artırdıkları ve bankalardan alacaklarını azalttıkları göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.17).



Döviz ve altın rezerv opsiyonu katsayılarının artırılması sonucu TCMB'nin ROM aracılığıyla piyasadan çektiği döviz ve altın miktarı artış göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.18). Ayrıca, Aralık ayındaki YP zorunlu karşılık oranlarındaki artış ile Ocak ayında yaklaşık olarak 850 milyon ABD doları likidite, Ocak ayındaki TL ve YP zorunlu karşılık oranlarındaki artış ile Şubat ayında yaklaşık olarak 2 milyar ABD doları likidite TCMB döviz rezervlerine eklenecektir.

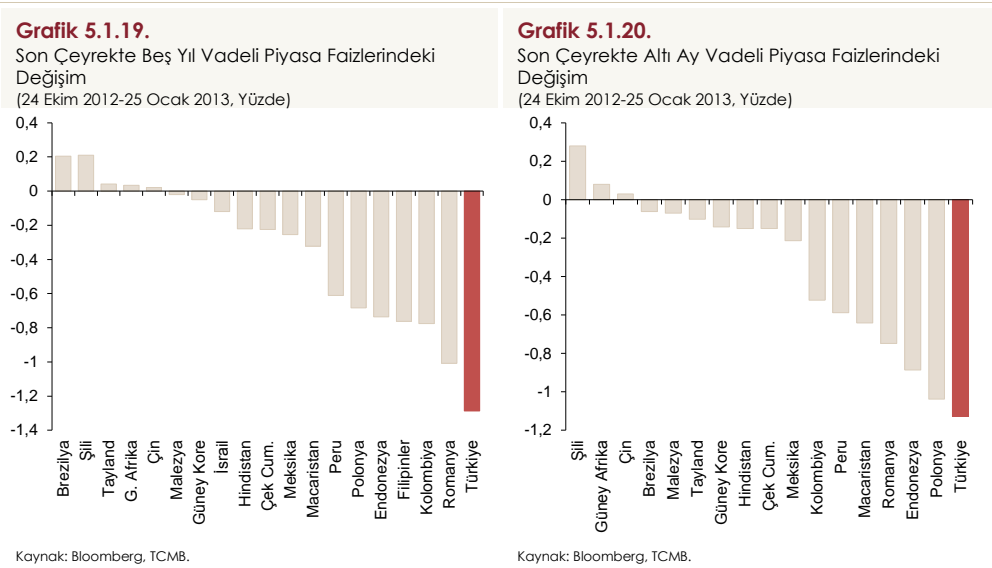


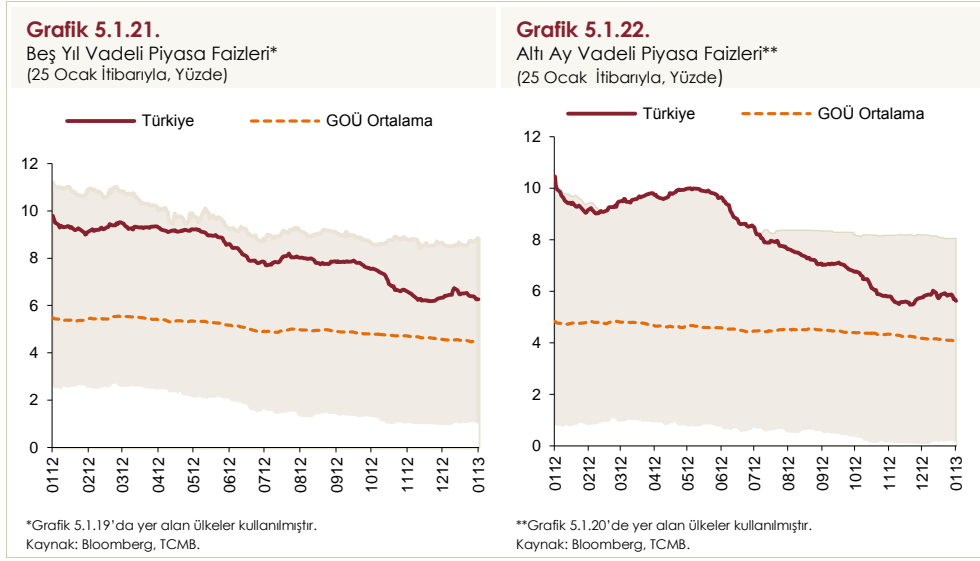
TCMB, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı yılın son çeyreğinde de duyurmaya devam etmiştir. Yapılan TL likidite öngörülleri

çerçevesinde, Ekim ve Kasım aylarında politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 0,5 milyar TL iken Aralık ayında alt sınır 0,2 milyar TL'ye düşürülmüştür. Fonlamanın üst sınırı ise yılın son çeyreğinde 6,5 milyar TL olarak belirlenmiştir. Geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında ise üst sınır yılın son çeyreğinde 4 milyar TL olarak belirlenmiş, Ocak ayında ise üst sınır 3 milyar TL'ye düşürülmüştür. Ayrıca, bilgi değeri kalmaması sebebiyle bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlanacak asgari fonlama tutarının ilan edilmesi uygulamasına 2 Ocak 2013 tarihi itibarıyla son verilmiştir. Öte yandan, 02 Ocak 2013 tarihinden geçerli olmak üzere her bir kuruluşun ihaleye verebileceği toplam teklif tutarı, ilan edilen ihale tutarının en fazla yüzde 30'una çıkarılmıştır.

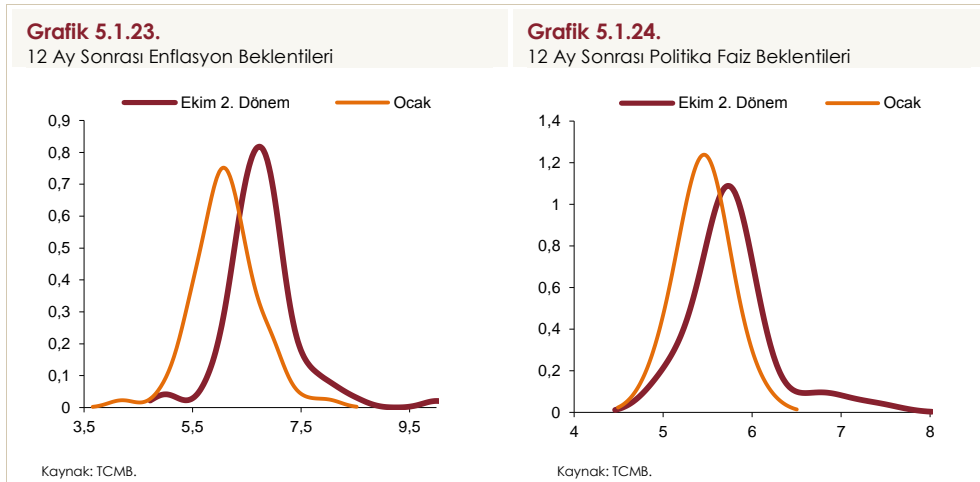
Piyasa Faizleri

Yılın son çeyreğinde küresel risk iştahındaki artışa ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının politika faiz indirimlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinin hem kısa hem de uzun vadelerde düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.19 ve 5.1.20). Türkiye'nin piyasa faizlerinin ise kısa ve uzun vadelerde daha fazla düştüğü ve diğer gelişmekte olan ülke ortalamalarına yaklaştığı göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.21 ve 5.1.22).





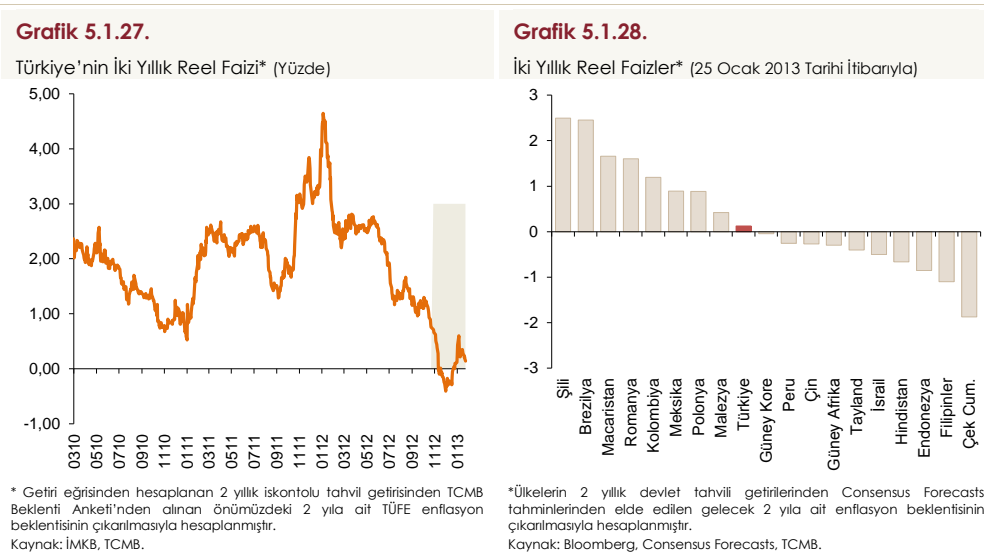
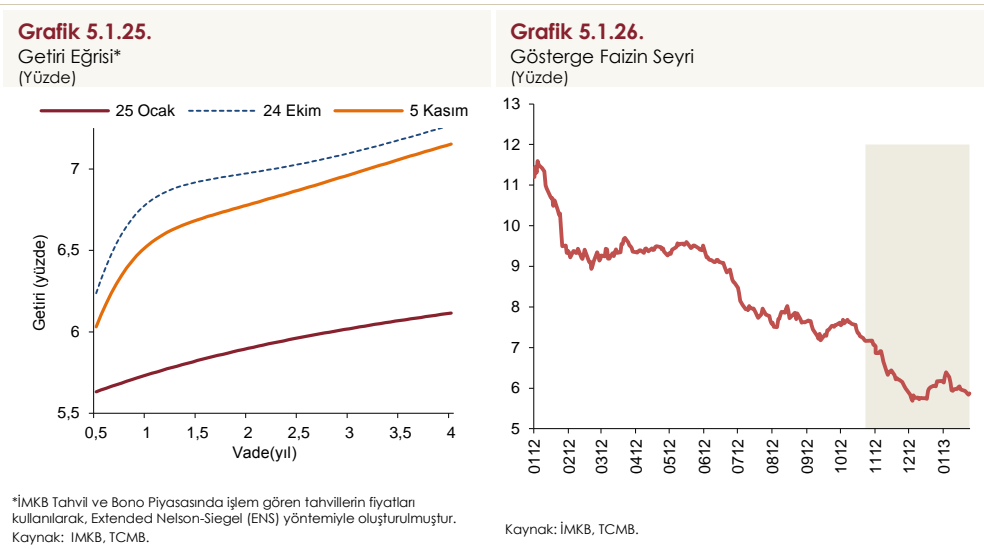
Piyasa faizlerinde tüm vadelerde gözlenen düşüşte enflasyon ve politika faizi beklentilerindeki gerilemenin etkili olduğu düşünülmektedir. Uzun bir aradan sonra 12 ay sonrası enflasyon ve politika faizi beklentilerinin yılın son çeyreğinde düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.23 ve 5.1.24).



Bir önceki Enflasyon Raporu'ndan bu yana uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlere göre daha fazla düşmesiyle getiri eğrisinin eğiminin azaldığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.25). Bu dönemde gösterge faizin gerilemeye devam ettiği ve özellikle not artırım sonrasında düşüşün hızlandığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.26). Dönem boyunca enflasyon ve cari açık gibi makro değişkenlere ilişkin açıklanan verilerin beklentilerden daha iyi olması ile ekonomik aktivitenin zayıf seyri faiz indirim beklentilerini güçlendirmiş ve piyasa faizleri üzerinde düşürücü yönde etki yapmıştır. Aralık ayı PPK toplantısı sonrasında piyasaların

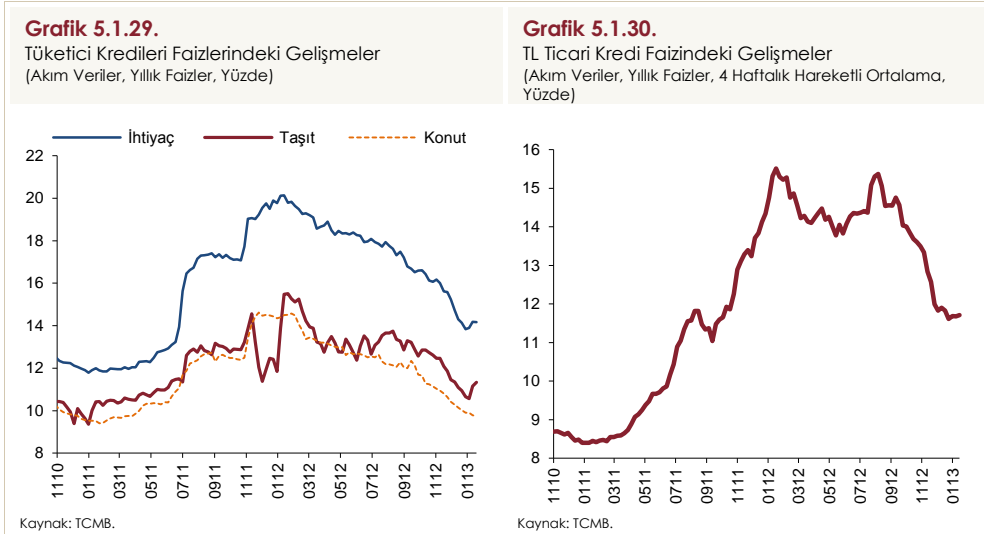
ileriye yönelik faiz indirim beklentilerindeki zayıflama ve DİBS piyasasındaki kâr amaçlı satışların etkisiyle gösterge faiz sınırlı olarak yükselmiştir.

İki yıl vadeli faizlerin iki yıl sonrası için enflasyon beklentilerinden daha fazla düşüş göstermesi sebebiyle iki yıl vadeli reel faiz bir önceki çeyreğe göre daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.27). Gelişmekte olan ülkelerin nominal faiz sıralamasında üst sıralarda bulunan Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında orta seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.28). Türkiye'nin reel faiz sıralamasındaki yerinin daha geride olması enflasyon beklentilerinin ülkeler arasında farklılaşmasından kaynaklanmaktadır.



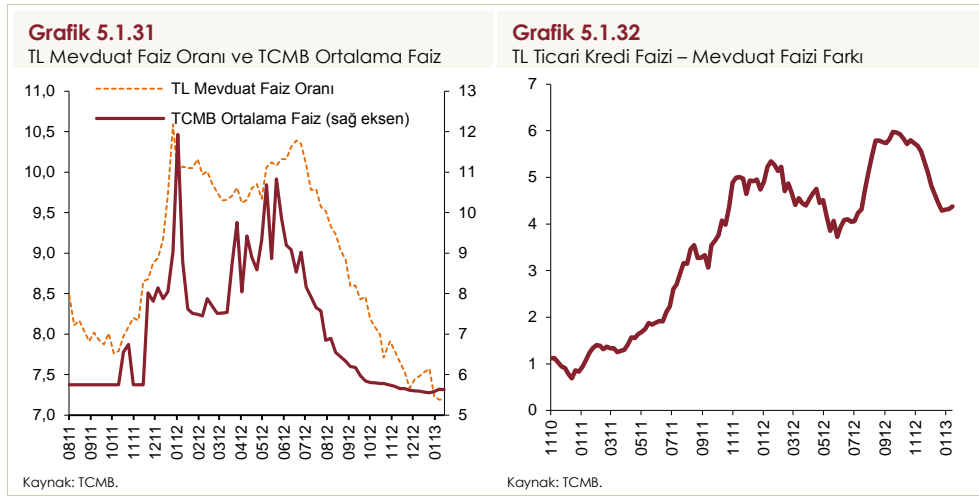
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

Küresel risk iştahındaki artışın ve TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politikalarının sonucu olarak 2012 yılının son çeyreğinde piyasa faizlerinde görülen gerileme bankacılık sektörü tarafından finansal olmayan kesime açılan kredi faizlerine de yansımıştır. Ağırlıklı olarak orta ve uzun vadeli kredilerden oluşan tüketici kredilerinin faiz oranları muadil vadelerdeki menkul kıymetlerin (devlet iç borçlanma senetleri, para takasları, vs.) faiz oranlarındaki gelişmelere paralel hareket etmektedir. Diğer taraftan, tüketici kredilerine kıyasla daha kısa vadeli olan ticari kredilerin faiz oranlarının, TCMB'nin faiz koridorunun üst sınırındaki hareketlere daha duyarlı olduğu görülmektedir. Tüketici kredilerinin faiz oranlarında 2012 yılının Şubat ayından bu yana sürmekte olan düşüş eğilimi TCMB'nin yılın son çeyreğinde almış olduğu faiz kararlarından sonra ivme kazanmıştır (Grafik 5.1.29). 2012 yılının ilk dokuz aylık döneminde yüksek seviyelerde yatay seyreden ticari kredi faiz oranlarında da TCMB'nin gecelik borç verme faiz oranında yaptığı kademeli indirimler sebebiyle yılın son çeyreğinde yaklaşık 250 baz puanlık bir gerileme kaydedilmiştir (Grafik 5.1.30).

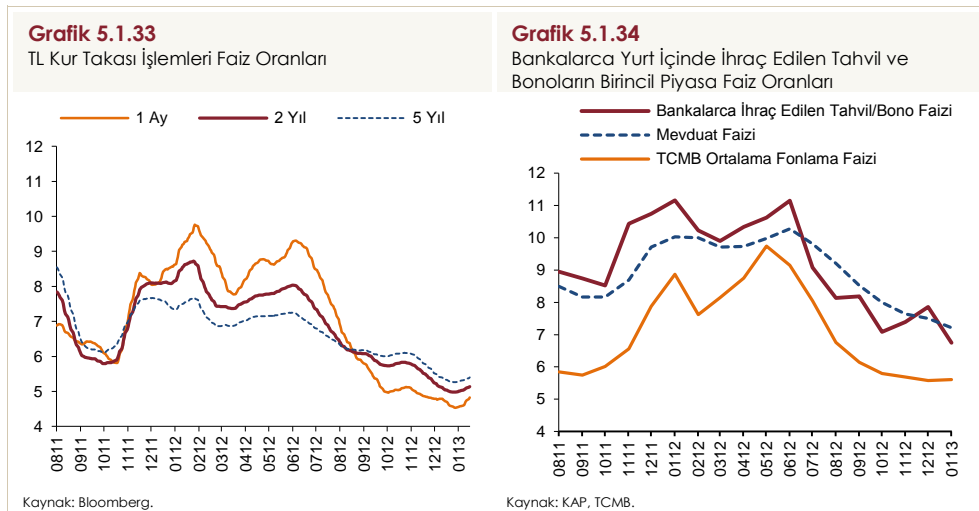


Bankaların Türk lirası cinsinden temin ettikleri kaynakların maliyetlerine dair gelişmeler de büyük ölçüde TCMB'nin 2012 yılının Eylül ayından itibaren aldığı faiz kararları doğrultusunda gerçekleşmiştir. Bankalar, en temel finansman kaynağı olan mevduatlara ödedikleri faiz oranını, yılın ikinci yarısında TCMB'nin ortalama fonlama faizini aşamalı olarak yaklaşık 500 baz puan indirmesine paralel olarak benzer bir oranda düşürmüştür. Diğer taraftan, bankaların yıl sonunda bilançolarını iyileştirme çabaları mevduata olan talebi artırmış ve bankalar arasındaki rekabetten dolayı mevduat faizlerinde 2012 yılının son iki

haftasında sınırlı bir artış kaydedilmiştir. Ancak bu artış Ocak ayının ilk haftasında yeniden geri alınmıştır (Grafik 5.1.31). Kasım ve Aralık aylarında ticari kredi faizlerindeki belirgin düşüş ticari kredi faizleri ile mevduat faizleri arasındaki farkın 150 baz puana yakın azalmasına yol açmıştır (Grafik 5.1.32). Bununla birlikte, Ocak ayının başı itibarıyla söz konusu faiz farkının seviyesi önceki yıllarda gözlenen aşırı kredi büyümesi dönemindeki düzeyine kıyasla halen yüksek seviyelerde bulunmaktadır.



2012 yılının ikinci yarısında bankaların kısa vadeli TL likidite ihtiyaçlarının önemli ölçüde azalmasının etkisiyle, başta kısa vadeli işlemler olmak üzere her vadede TL kur takası işlemlerinde uygulanan faiz oranları gerilemiştir (Grafik 5.1.33).



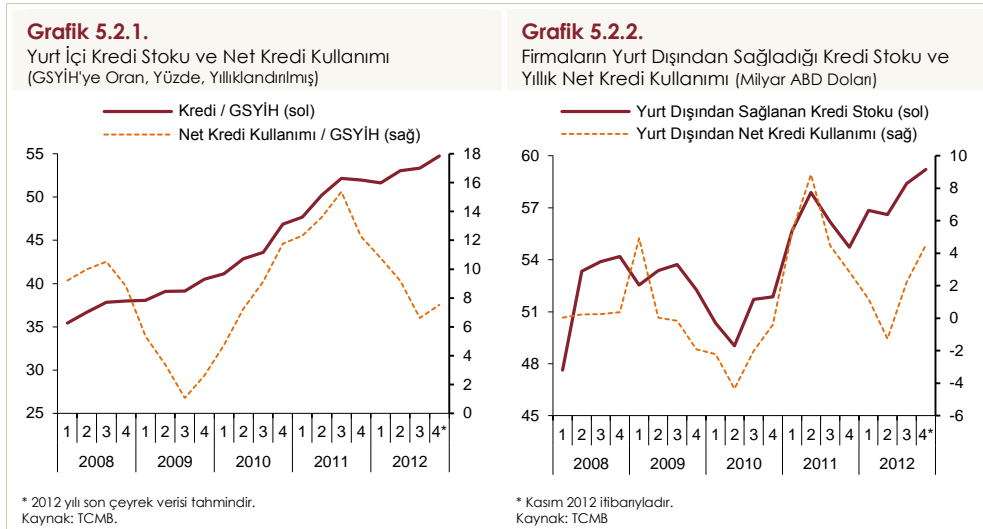
Toplam bilanço büyüklüğüne kıyasla halen çok düşük düzeylerde seyretmesine karşın, bankaların yurt içinde ihraç ettikleri tahvil ve bonolar,

bankacılık sektöründe kullanımı giderek yaygınlaşan bir fon kaynağı olmaya başlamıştır. Bankalarca yurt içinde ihraç edilen tahvil ve bonoların birincil piyasa faizleri, TCMB ortalama fonlama faizindeki hareketlerle daha yakından ilişkili olmakla birlikte seviye olarak mevduat faizlerine yakın düzeylerde seyretmektedir (Grafik 5.1.34).

Rezerv opsiyonu mekanizmasının kullanım oranı temel olarak bankaların döviz cinsinden fon maliyetindeki gelişmelere bağlıdır. Nitekim, yakın dönemde rezerv opsiyonu katsayılarının yükseltilmesine karşın, bankaların döviz cinsinden fon maliyetinin Türk lirası fon maliyetine kıyasla hâlâ daha uygun olması nedeniyle rezerv opsiyonu mekanizmasının kullanım oranı yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Uluslararası piyasalardaki faiz oranlarının düşük seviyelerde olması, Türkiye'de yerleşik bankaların borçlanma risk primlerinde devam eden gerileme ve sınırlı olmasına karşın, DTH faizlerinde gözlenen düşüş, bankaların döviz cinsinden fon maliyetleri açısından sıkıntı yaşamadıklarını göstermektedir.

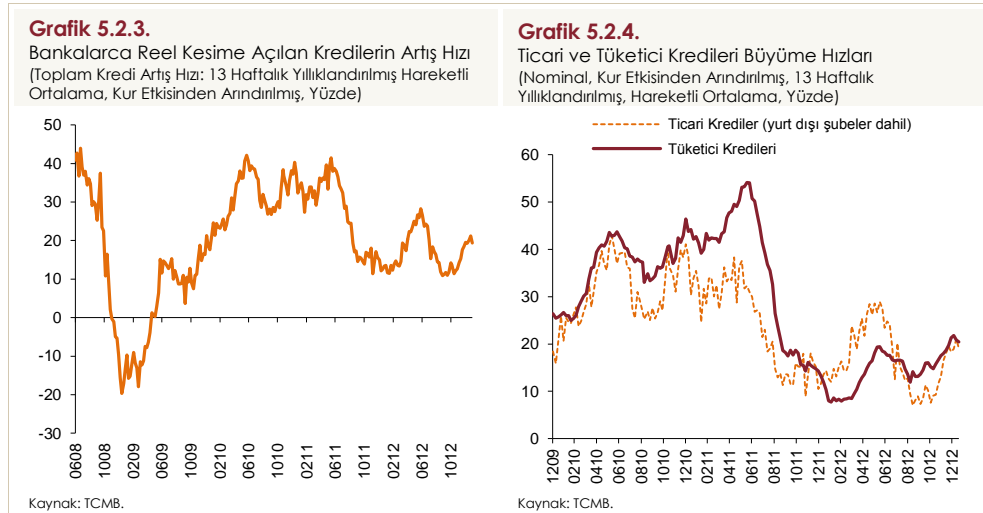
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

2010 yılında başlayan aşırı kredi genişlemesi süreci, TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinde uygulamaya koyduğu ve fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da açık şekilde gözetilen yeni para politikası uygulamaları ve bunlarla eşgüdümlü olarak diğer kurumların uyguladığı politikalar neticesinde kontrol altına alınmıştır. Yurt içindeki bankalardan kredilerdeki değişimin (net kredi kullanımının) milli gelire oranı 2011 yılının üçüncü çeyreğinde zirve yapmış, ardından dört çeyrek boyunca istikrarlı şekilde gerilemiştir (Grafik 5.2.1).



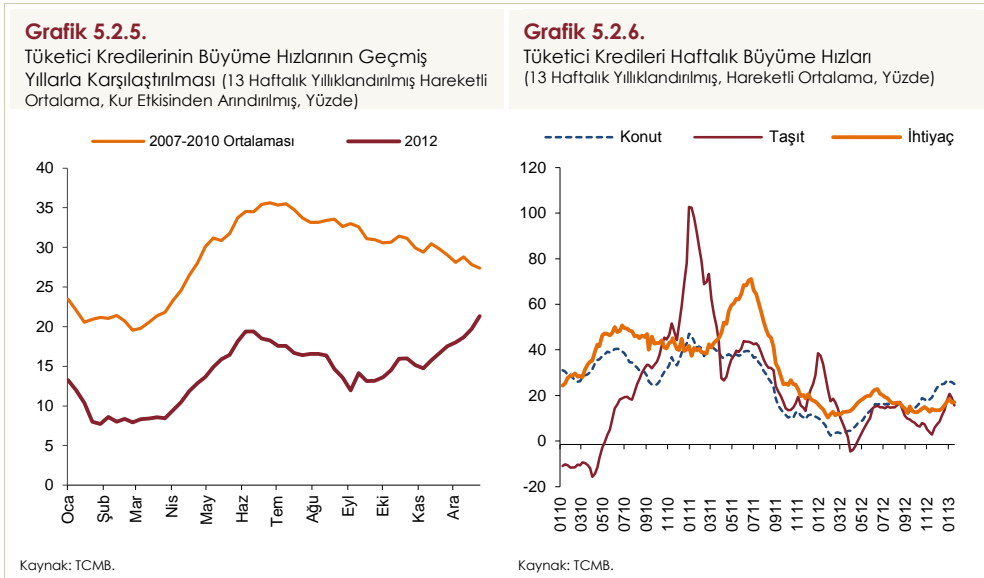
Yurt içinde yerleşik firmaların yurt dışından net kredi kullanımında da 2010 yılından 2011 yılının ortalarına kadar olan dönemde belirgin bir ivmelenme, izleyen dört çeyrek boyunca ise bir yavaşlama kaydedilmiştir (Grafik 5.2.2). Üçüncü çeyrekte ve Ekim ayında reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan kullandığı net finansmanın sınırlı ölçüde arttığı gözlenmektedir. Böylelikle, firmaların yurt dışından sağladığı krediler 2012 yılının Kasım ayında 2011 yılının sonuna göre ABD doları cinsinden yüzde 8,2 oranında büyümüş bulunmaktadır.

Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin üç aylık büyüme eğilimi iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın belirginleştiği üçüncü çeyrekte yüzde 11 seviyelerine kadar gerilemişken, yılın son çeyreğinde kredi faizlerinin belirgin şekilde düşmesiyle canlanan kredi talebine ve genel olarak likidite koşullarının daha destekleyici olmasına bağlı olarak yeniden ivme kazanarak geçmiş yılların ortalamasına yakınsamıştır (Grafik 5.2.3). Söz konusu gelişmelere bağlı olarak, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2012 yılı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 18,4, dördüncü çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 19,3 oranında bir büyüme kaydetmiştir. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinde tüketici kredilerinde ve ticari kredilerde belirgin bir ivmelenme meydana gelmiştir (Grafik 5.2.4). Böylelikle sermaye girişlerinin de canlandığı son çeyrekte, kredilerde yıl içinde öngörülen artış oranlarından daha hızlı bir artış oranı gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin önemine işaret etmektedir.

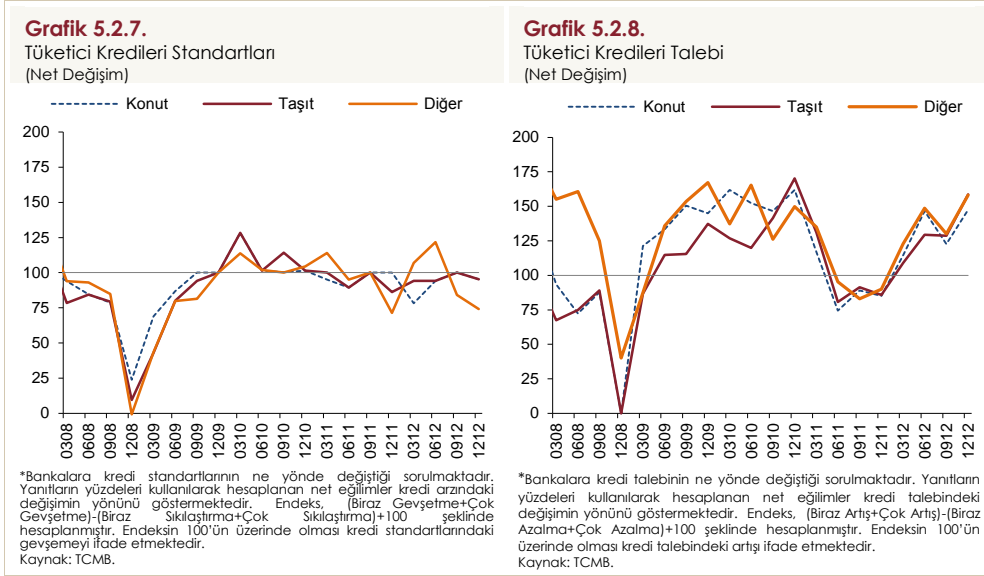


Tüketici kredilerinin faiz oranlarında yıl başından itibaren gözlenen ılımlı düşme eğilimi son çeyrekte kuvvetlenmiştir. Tüketici güveninde Kasım ve Aralık

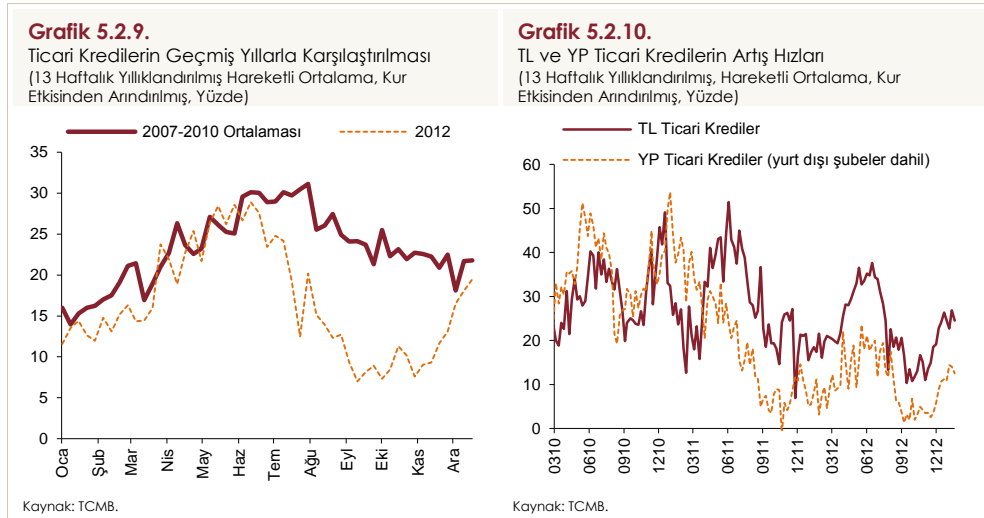
aylarında kaydedilen iyileşme ve düşen faiz oranları hanehalkı kredi talebinin canlanmasına yol açmıştır. Üçüncü çeyrekte önceki yıllardaki ortalama eğilime kıyasla daha zayıf bir seyir izlemiş olan tüketici kredilerindeki büyüme yılın son çeyreğinde önceki yıllarda gözlenen ortalama eğilimin aksi yönünde hareket ederek önemli ölçüde ivmelenmiştir (Grafik 5.2.5). Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde tüketici kredilerindeki artışın büyük ölçüde konut kredilerinden ve daha sınırlı olarak taşıt kredilerinden kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 5.2.6). İhtiyaç kredilerindeki büyüme ise yılın ikinci yarısında genel olarak yatay seyretmiş, ancak Aralık ayında bir miktar hızlanmıştır.



Tüketici kredilerinin alt kalemlerinde gözlenen bu ayrışma daha çok bankaların tercihinden kaynaklanmakta, hanehalkının kredi talebinde böyle bir ayrışma gözlenmemektedir. Nitekim, 2012 yılının son çeyreğine dair Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, tüketicilerin kredi talebinde belirgin bir artış olduğu göze çarparken, bankaların konut ve taşıt kredilerine ilişkin standartlarda önemli bir değişime gitmedikleri, ancak ihtiyaç kredilerine ilişkin standartlarda genel iktisadi faaliyete dair kaygılar nedeniyle sıkılaştırmaya devam ettikleri görülmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Diğer taraftan, bankalar 2013 yılının ilk çeyreğinde bireysel kredi talebinde tüm alt kalemlerde artış beklediklerini bildirmiştir.



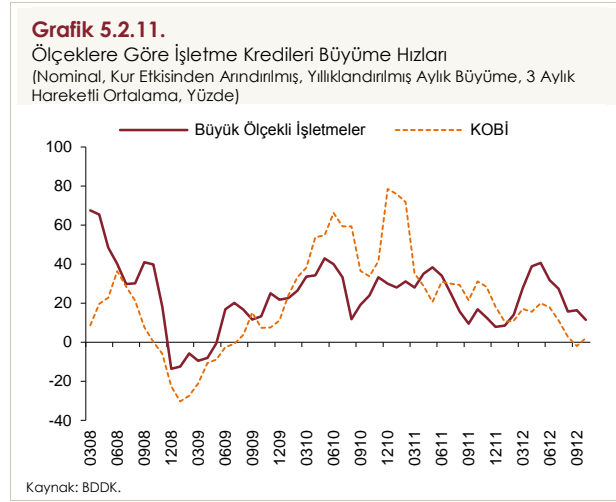
2012 yılının ikinci yarısında keskin şekilde yavaşlamış olan ticari kredilerin büyüme eğilimi Kasım ayından itibaren belirgin bir toparlanma sürecine girmiştir (Grafik 5.2.9).



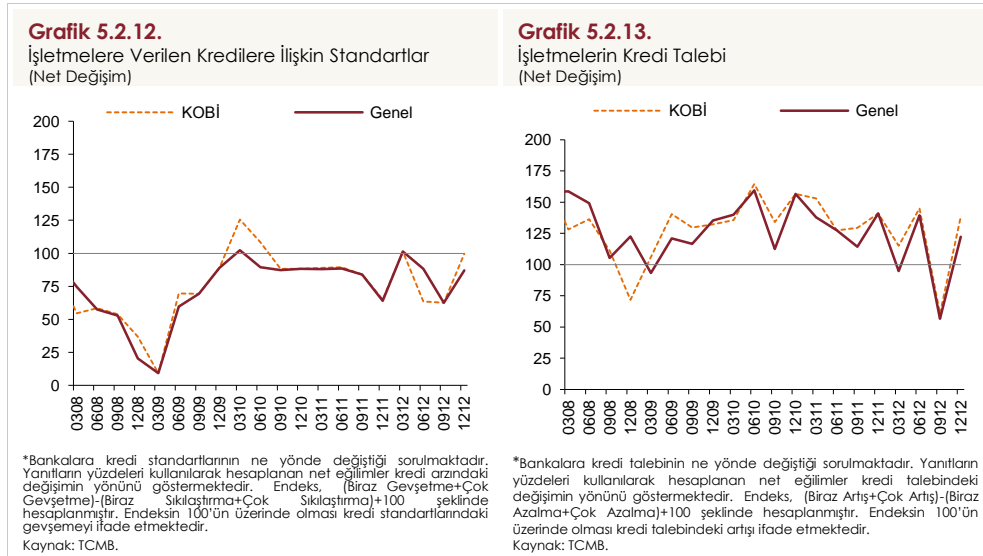
Bankaların Kredi Eğilim Anketi'ne verdikleri yanıtlar şirketlerin (özellikle de KOBİ'lerin) kredi talebinde artış olduğunu göstermektedir. Kredi talebi vadeye göre ele alındığında ise kısa vadeli kredi talebinin değişmediği, uzun vadeli kredi talebinde bir miktar artış olduğu gözlenmektedir. Firmaların borçlarını yeniden yapılandırmaları ile stok artırımı ve işletme sermayesi ihtiyacı yılın son çeyreğinde işletmelerin kredi talebini belirleyen başlıca unsurlar olmuştur. Ayrıca, son çeyrekte yatırım amaçlı kredi talebindeki azalışın durmuş olması dikkat çekici bir gelişme olmuştur. Nitekim, ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanında kullanılan yabancı para cinsinden ticari kredilerin Kasım ayından itibaren Türk

lirası cinsinden açılan ticari kredilerdeki eğilime paralel olarak ivme kazanması da yatırım amaçlı kredi talebinin artmaya başladığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.10).

İşletmelere verilen krediler ölçekler ayırımında incelendiğinde, 2012 yılının Eylül ve Ekim aylarında KOBİ'lere açılan kredilerde belirgin bir yavaşlama gözlenmektedir (Grafik 5.2.11). Ancak, Kasım ayından itibaren söz konusu eğilimin tersine döndüğü tahmin edilmektedir.



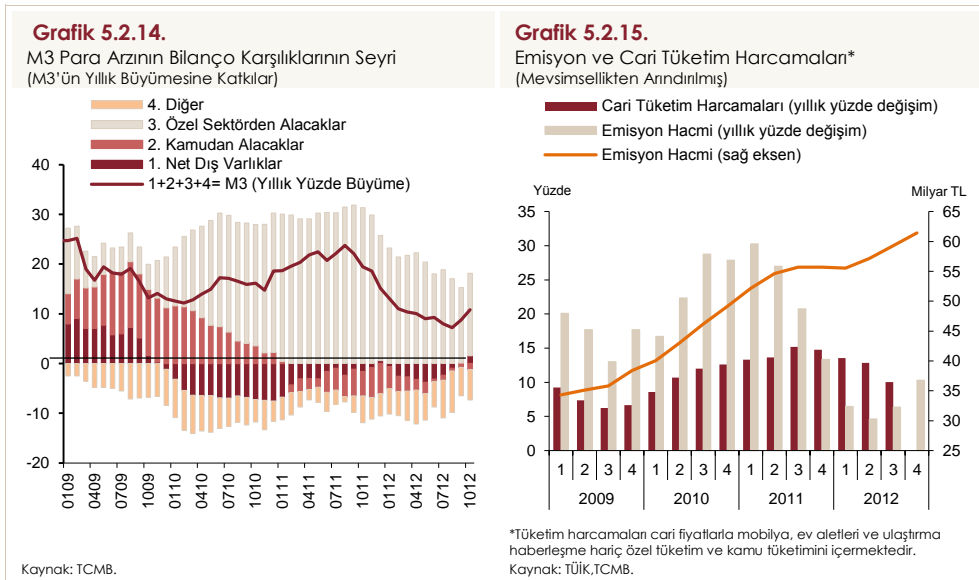
Bu durum bankaların iktisadi faaliyete ilişkin kötüleşen beklentiler ve sermaye yeterliliğine dair kısıtlar nedeniyle ikinci çeyrekte itibaren kredi standartlarını sıkılaştırmasından kaynaklanmıştır. Yılın son çeyreği itibarıyla ise KOBİ'lere verilen kredilere ilişkin standartların iyileşme eğiliminde olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.12).



Yılın son çeyreğinde işletmelerin ve hanehalkının kredi talebinde gözlenen canlanmanın 2013 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Buna karşın, bankaların 2012 yılının ilk üç çeyreğinde sıkılaştırmış oldukları kredi koşullarını yılın son çeyreğinde artan talebe rağmen pek değiştirmemiş oldukları dikkat çekmektedir. Ancak, kredi talebinin daha da kuvvetlenmesi ihtimali ve bankalar arasındaki rekabetin artması, destekleyici likidite koşullarının da etkisiyle bankaları kredi arzını gevşetmeye sevk edebilecektir. TCMB bu durumda uygun bir politika bileşimi vasıtasıyla kredi büyümesini sınırlayacak tedbirleri alacaktır.

Parasal Göstergeler

Özel sektöre açılan kredilerdeki artışa paralel olarak M3 tanımlı para arzının yıllık büyümesi yılın son çeyreğinde artış eğilimine girmiştir. Buna karşın kamudan alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeyi sürdürmüştür. Öte yandan uzun bir aradan sonra net dış varlıklar kaleminin tekrar pozitif değerler almaya başladığı görülmektedir. Bu gelişmede, TCMB'nin dış varlıklarındaki artış etkili olmuştur. Son olarak diğer kalemi, banka kârlılıklarına paralel olarak bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü korumaktadır (Grafik 5.2.14). Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi, 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğilimin ima ettiği seviyenin altında kalmış olsa da, yıllık artış hızı üçüncü çeyrekte sonra yılın dördüncü çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.15). Daha çok nakit işlemlerde ödeme aracı olarak kullanılan emisyon kalemi cari tüketim harcamalarındaki gelişmelerle paralellik sergilemektedir. Yılın son çeyreğinde emisyon hacminde gözlenen yükseliş iktisadi faaliyetteki ılımlı artış beklentisi ile uyumludur.



Kutu
5.1

Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı

2008-2009 küresel krizi düşük ve istikrarlı enflasyonun tek başına makroekonomik istikrarı garanti etmediğini göstermiştir (Borio, 2011). Bu çerçevede, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra finansal istikrara da katkı yapan bir merkez bankacılığı çerçevesi akademisyenler ve politika yapıcılar arasında tartışılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının son çeyreğinden itibaren yeni politika bileşimi adıyla hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözetken esnek bir para politikası uygulamaya başlamıştır (Başçı ve Kara, 2011).

TCMB'nin uyguladığı bu esnek para politikasında politika faizi, faiz koridoru, likidite yönetimi ve zorunlu karşılık oranları gibi araçlar bir arada kullanılmaktadır (TCMB, 2012). Ayrıca TCMB, 2011 Eylül ayından bu yana bankalara Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkânı tanıyan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nı uygulamaktadır.

TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB'ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temel olarak sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir (TCMB, 2012). Bu mekanizma sayesinde TCMB'nin döviz rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankaların döviz likiditelerinin desteklenmesinin yanı sıra, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri de yumuşatılmaya çalışılmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012). ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenmektedir, çünkü bu mekanizma bankalara döviz varlıklarını likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilme imkânı sunmaktadır.

Bu kutuda, GARCH modelleri kullanılarak TCMB tarafından uygulanan söz konusu mekanizmanın döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada günlük frekansta kur verisi kullanılmıştır. $0,5*(\text{Euro/TL}) + 0,5*(\text{USD/TL})$ hesaplanarak döviz sepeti kuru oluşturulmuş ve bunun günlük değişimi elde edilmiştir. Veri seti 15.10.2010 – 15.10.2012 tarihleri arasını kapsamaktadır.¹

¹ Başlangıç tarihinin 15.10.2010 olarak seçilmiş olmasının nedeni, bu tarihten itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesidir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi zorunlu karşılıkların etkin bir politika aracı olarak kullanılabilmesi için önkoşul olarak kabul edilmektedir.

Öncelikle, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının uygulamaya konulmasından sonra döviz kuru oynaklığının nasıl değiştiğini tespit etmek için aşağıda tanımlanan GARCH (1,1) modeli kullanılmıştır.² Model 1'de kur sepetinin değişimi seviye denklemindeki bağımlı değişken olarak yer alırken, ROM'un uygulandığı dönem için varyans denkleminde kukla değişken tanımlanmıştır.

Model 1:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 R_{t-4} + \beta_3 R_{t-5} + \varepsilon_t \quad (1.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \quad (1.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 D_{ROM} + u_t \quad (1.c)$$

Model 1'de kullanılan değişkenlerin açıklamaları aşağıda yer almaktadır:

$$R_t = \ln\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right) * 100, \quad p_t: \text{kur sepetinin değeri}$$

$$D_{ROM} = \begin{cases} 0, & \text{ROM'un başlangıcından önceki günler, (15.10.2010 – 29.09.2011)} \\ 1, & \text{ROM'un başlangıcından sonraki günler, (30.09.2011 – 15.10.2012)} \end{cases}$$

Model sonuçlarına bakılarak, ROM'un uygulandığı dönemde kur oynaklığında bir azalış olduğu ve bu azalışın istatistiki olarak yüzde 1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmüştür (Tablo 1)³.

Tablo 1. Model Sonuçları		
Varyans Denklemi		
	Katsayılar	Olasılık
C	0.009	0.007
ε_{t-1}^2	0.021	0.226
h_{t-1}	0.960	0.000
D_{ROM}	-0.007	0.003

² GARCH(1,1) modelinin diğer GARCH spesifikasyonlarına tercih edilmesinin nedeni literatürde ve piyasa analizlerinde oynaklığın modellenmesinde en çok kullanılan GARCH modelinin GARCH(1,1) olmasıdır.

³ Döviz kuru oynaklığı incelendiği için sadece varyans denkleminin sonuçları verilmiştir.

Döviz kuru oynaklığının azalışı üzerinde Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının etkisini diğer faktörlerden ayırtmak amacıyla aşağıda tanımlanan GARCH (1,1) modeli kullanılmıştır. Model 2'de Model 1'e benzer şekilde kur sepetinin değişimi (R_t) seviye denklemindeki bağımlı değişken olarak yer alırken, ROM'un etkisini ölçmek amacıyla ROM kapsamında Türk lirası zorunlu karşılıklar için tutulan döviz miktarı (ROM_t) varyans denkleminde yer almıştır. Model 2'de ayrıca, küresel sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları iyi yansıtan VIX endeksinin değişimi ($RVIX_t$), TCMB'nin ihale veya müdahale yoluyla sattığı döviz miktarı (DMS_t) ve TCMB'nin ek parasal sıkılaştırma (EPS) yaptığı günlerde "1" değerini alan (D_{EPS}) kukla değişkeni kontrol değişkenleri olarak yer almıştır.^{4,5,6}

Model 2'de kullanılan değişkenlerin açıklamaları aşağıda yer almaktadır:

Model 2:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 R_{t-4} + \beta_3 RVIX_t + \beta_4 DMS_t + \beta_5 D_{EPS} + \beta_6 ROM_t + \varepsilon_t \quad (2.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \quad (2.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 RVIX_t + \alpha_4 DMS_t + \alpha_5 D_{EPS} + \alpha_6 ROM_t + u_t \quad (2.c)$$

$$RVIX_t = \ln \left(\frac{VIX_t}{VIX_{t-1}} \right) * 100, \quad VIX_t: VIX \text{ değeri}$$

$$DMS_t = \frac{\text{TCMB'nin ihale veya müdahale yoluyla sattığı döviz miktarı}}{\text{TCMB'nin brüt döviz rezervi}}$$

$$D_{EPS} = \begin{cases} 0, \text{ diğer günler} \\ 1, \text{ ek parasal sıkılaştırmanın yapıldığı günler} \end{cases}$$

$$ROM_t = \frac{\text{ROM kapsamında Türk lirası zorunlu karşılıklar için tutulan döviz miktarı}}{\text{TCMB'nin brüt döviz rezervi}}$$

Model 2'nin sonuçları Tablo 2'de gösterilmektedir. Buna göre, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının kur oynaklığını düşürücü yönde etkili olduğu ve bu etkinin istatistikî olarak yüzde 5 seviyesinde anlamlı olduğu görülmüştür. Ayrıca EPS'nin de kur oynaklığını düşürücü yönde yüzde 5 seviyesinde anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç Akçelik, Ermişoğlu, Oduncu ve Taşkın (2012) notunda ulaşılan sonuçla paraleldir.

⁴ Döviz oynaklığını inceleyen literatürdeki benzer çalışmalarda da VIX endeksi kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. (Cairns et al. 2007)

⁵ Akçelik, Ermişoğlu, Oduncu ve Taşkın (2012) ek parasal sıkılaştırmanın kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğunu göstermiştir. Bu yüzden EPS kukla değişkeni modele dâhil edilmiştir. Ayrıca TCMB'nin ihale veya müdahale yoluyla sattığı döviz miktarının döviz kuru oynaklığı üzerinde etkili olma ihtimali nedeniyle bu değişken modele dâhil edilmiştir.

⁶ ROM_t ve DMS_t değişkenleri TCMB'nin brüt döviz rezervine bölünerek seriler normalize edilmiştir.

Tablo 2. Model Sonuçları		
Varyans Denklemi		
	Katsayılar	Olasılık
c	0.016	0.036
ε_{t-1}^2	0.001	0.967
h_{t-1}	0.956	0.000
$RVIX_t$	0.002	0.070
DMS_t	0.792	0.555
D_{EPS}	-0.012	0.043
ROM_t	-0.048	0.032

Özetle, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının döviz kuru üzerindeki etkisinin analiz edildiği bu çalışmada, ROM'un incelenen dönemde kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak ROM'un sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasında etkin bir politika aracı olduğu düşünülmektedir.

Kaynakça:

- Akçelik, Y., Ermişoğlu, E., Oduncu, A. ve Taşkın, T. (2012). "Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi". TCMB Ekonomi Notu No: 12/30.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). "Rezerv Opsiyonu Mekanizması". TCMB Ekonomi Notu No: 12/28.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası". TCMB Çalışma Tebliği 11/08.
- Borio, Claudio (2011). "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" BIS Working Papers No. 353.
- Cairns, J., Corinne, H. ve McCauley, R. (2007). "Exchange Rates and Global Volatility: Implications for Asia-Pacific Currencies," *BIS Quarterly Review*, March 2007.
- Oduncu, A., Akçelik, Y. ve Ermişoğlu, E. (2013). "Reserve Options and FX Volatility". TCMB Çalışma Tebliği. (yayımlanma aşamasında)
- TCMB (2012). "2013 Yılı Para ve Kur Politikası", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

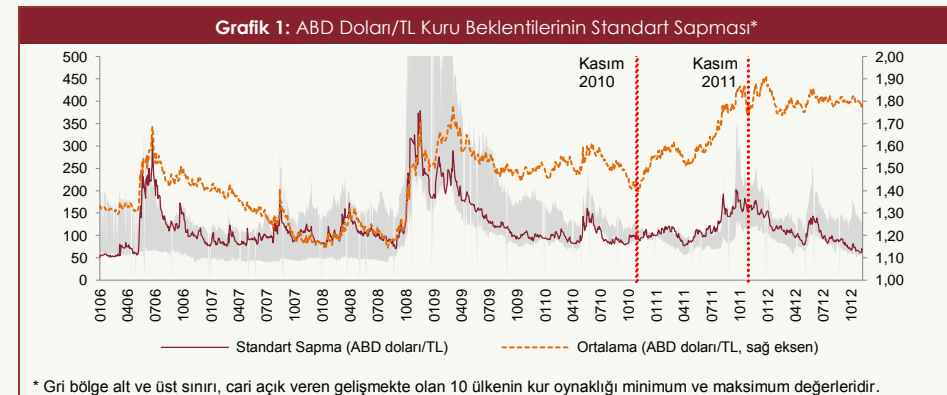
Kutu 5.2 TCMB Para Politikası ve ABD Doları/TL Döviz Kuru Beklentileri: Ülkelerarası Karşılaştırma

TCMB, küresel krizin ardından gelişmiş ülkelerin uyguladığı parasal genişleme politikaları sonrasında artan kısa vadeli sermaye akımlarının oluşturduğu finansal risklerin önüne geçebilmek için Kasım 2010'dan itibaren yeni politika bileşimine geçmiş, fiyat istikrarı politikası ile çelişmemek kaydıyla birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını kullanmaya başlamıştır.⁷ Kasım 2011'den itibaren ise fiyat istikrarı ve finansal istikrar politikaları çerçevesinde döviz kurunda aşırı oynaklığa kayıtsız kalınmayacağı sinyalini veren bir yaklaşım görülmektedir. Bu dönemde, aşırı kur oynaklığına karşı bir politika aracı olarak rezerv opsiyonu mekanizması aşamalı olarak uygulamaya konulmuş ve faiz koridorunun üst sınırı aktif olarak kullanılarak ek parasal sıkılaştırma yapılmıştır.⁸ Bu bağlamda, izlenen bu politikanın ABD doları/TL döviz kurunun oynaklığını azaltmasının yanı sıra, sırasıyla döviz kurunun asimetrik hareket beklentilerini ve her iki yöndeki aşırı hareket beklentilerini yansıtan kurdaki çarpıklık ve basıklığı da azaltması beklenebilir.

Bu kutu, Değerli ve Fendoğlu (2013) çalışmasının bulguları kapsamında, döviz kuru beklentilerinin dağılımına ilişkin göstergelerin zaman içindeki seyrini inceleyerek TCMB politikalarının etkisine dair çıkarımlarda bulunmaktadır. Söz konusu çalışmada Malz (1997), Aydın, Değerli ve Özlü (2010) çalışmaları esas alınarak, Türkiye ve benzeri gelişmekte olan ülke döviz kurlarının beklenti dağılımları incelenmektedir. Opsiyon sözleşmeleri kullanılarak elde edilen döviz kuru dağılımlarından her ülke için oynaklık, çarpıklık ve basıklık istatistikleri hesaplanarak, ABD doları/TL kurunun yüksek momentlerinin benzer ülkelere göre görece durumu ve yakın dönem TCMB para politikasının bu momentlere etkisi incelenmiştir.⁹

Türkiye ve Benzer Gelişmekte Olan Ülkeler Karşılaştırması

Bu bölümde ABD doları/TL kurunun oynaklık, çarpıklık ve basıklık seviyesi, benzer gelişmekte olan ülke kurlarıyla karşılaştırılmıştır (sırasıyla Grafik 1, 2 ve 3).

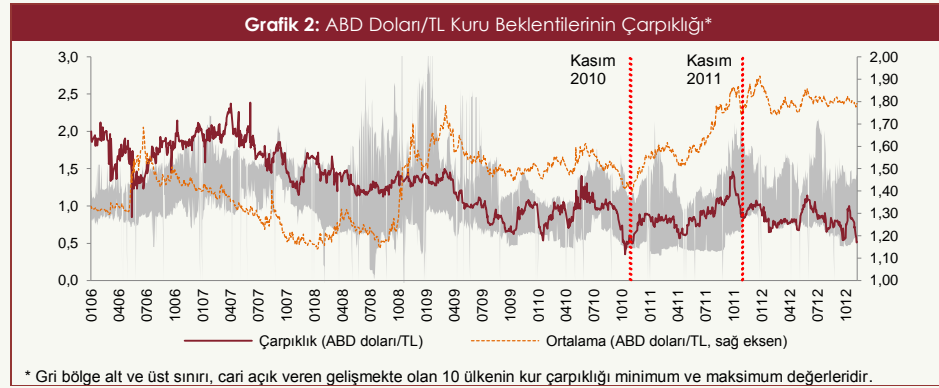


⁷ Bu araçlarla ilgili detaylar için bkz. Başçı ve Kara (2011) ve Kara (2012).

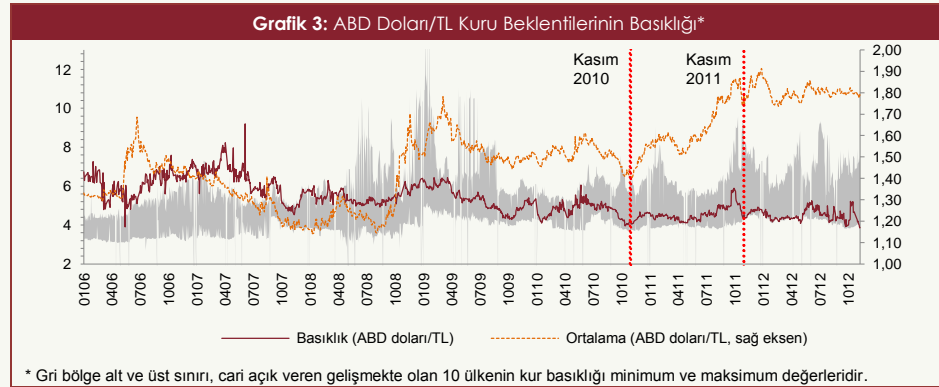
⁸ Detaylar için bkz. Alper, Kara, Yörükoğlu (2012), Akçelik vd. (2012), Küçüksarıç ve Özel (2012).

⁹ Kullanılan veri seti ve metodoloji ile ilgili ayrıntılar için bkz. Değerli ve Fendoğlu (2013).

Grafik 1, ABD doları/TL kur oynaklığının Kasım 2010 döneminde diğer ülke kurlarına göre yükseldiğini ancak faiz koridorunun üst sınırının aktif olarak kullanıldığı Kasım 2011 dönemi sonrası görece olarak azalmaya başladığını ve 2012 yılı ortalarından itibaren oldukça düşük seviyelere geldiğini göstermektedir.¹⁰



Grafik 2, Türkiye'nin özellikle Kasım 2011'den itibaren benzer GOÜ'lere göre orta ya da düşük derecede kur çarpıklığına sahip olduğunu göstermektedir. Bu durum, ani sermaye duraksaması (*sudden stop*) dönemlerinde görülen kurdaki ani değer kaybı beklentilerinin (yüksek kur çarpıklığının) Türkiye için diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha az olduğu şeklinde yorumlanabilir.



Grafik 3, ABD doları/TL kurunun özellikle Kasım 2011 sonrasında benzer GOÜ'lere göre düşük derecede basıklık değerine sahip olduğunu göstermektedir. Bu, piyasaların TL'nin aşırı değerlenme ya da aşırı değer kaybetme beklentilerinin benzer ülke kurlarına göre daha düşük olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle uç risklerin (*tail risks*) daha sınırlı olduğu bir durum söz konusudur. Bu gözlem, Merkez Bankası'nın kurdaki potansiyel aşırı oynaklığa kayıtsız kalmama yönündeki yaklaşımının piyasa tarafından inandırıcı bulunduğu şeklinde yorumlanabilir.

¹⁰ Oynaklık, elde edilen riske duyarsız kur beklenti dağılımının standart sapması olarak hesaplanmıştır. Standart sapma, kurdan kura ölçü (scale) farklılığı gösterdiği için normalizasyon yapılmıştır (3 Ocak 2011 =100). Grafikteki "ortalama" ifadesi her bir gün için elde edilen riske duyarsız döviz kuru dağılımının ortalama (mean) değerini göstermektedir.

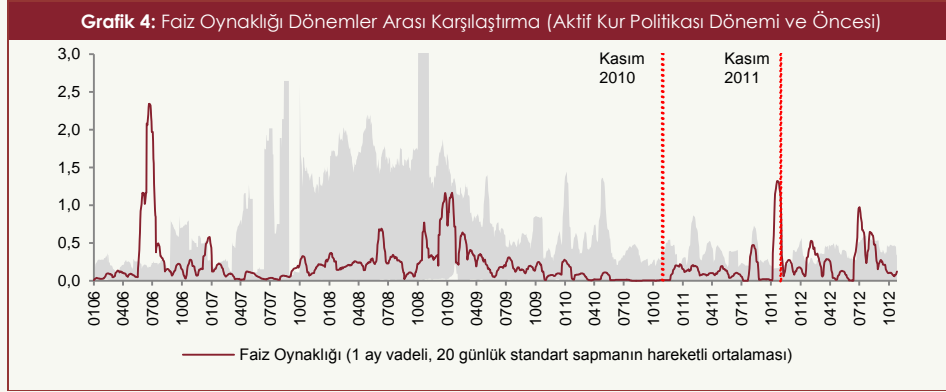
Kur momentlerindeki bu değişim, izlenen politikaların bir sonucu olabileceği gibi ikinci döneme has genel dış konjunktürden de kaynaklanmış olabilir. Bu nedenle, anılan dönemlerdeki momentleri ve ABD doları/TL kurunun diğer GOÜ kurlarına göre sıralamasını sunmak faydalı olacaktır.

Tablo 1: İma Edilen ABD doları/TL Kur Bekleni Momentlerinin Dönemler Arası Karşılaştırılması ve Benzer GOÜ'lere Göre Sıralaması (Sıralama: 11=en düşük). Günlük Değerlerin Ortalaması Alınmıştır.

(1) Dönem	(2) Ortalama	(3) Maksimum	(4) Minimum	(5) Standart Sapma	(6) Sıralama
OYNAKLIK					
Ocak 2006 – Ekim 2008 (Küresel Kriz Öncesi Dönem)	108,83	324,67	51,61	40,64	3,47
Ocak 2006 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	118,59	378,49	51,61	49,64	4,94
Kasım 2010 – Eylül 2011 (Yeni Politika Bileşimi: Birinci Dönem)	113,28	201,57	76,75	25,95	2,90
Aralık 2011 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi: İkinci Dönem)	104,74	158,61	61,14	24,61	7,04
ÇARPIKLIK					
Ocak 2006 – Ekim 2008 (Küresel Kriz Öncesi Dönem)	1,62	2,39	0,85	0,29	1,72
Ocak 2006 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	1,37	2,38	0,35	0,40	3,12
Kasım 2010 – Eylül 2011 (Yeni Politika Bileşimi: Birinci Dönem)	0,84	1,46	0,50	0,17	5,99
Aralık 2011 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi: İkinci Dönem)	0,83	1,14	0,51	0,13	7,31
BASIKLIK					
Ocak 2006 – Ekim 2008 (Küresel Kriz Öncesi Dönem)	5,92	9,19	3,91	0,73	1,41
Ocak 2006 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	5,59	9,19	3,90	0,78	2,88
Kasım 2010 – Eylül 2011 (Yeni Politika Bileşimi: Birinci Dönem)	4,51	5,06	4,04	0,21	7,43
Aralık 2011 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi: İkinci Dönem)	4,51	5,25	3,85	0,29	7,78

Tablo 1'deki en çarpıcı sonuç, Kasım 2011 döneminden sonra benzer GOÜ'lerle karşılaştırıldığında, ABD doları/TL kurunda özellikle oynaklık bağlamında hatırı sayılır bir değişim gözlenmesidir (sıralama 2,90'dan 7,04'e düşmektedir; sütun 6). Bu sonuç, ABD doları/TL kur oynaklığının aktif politika döneminde düşük olmasının dış konjunktür kaynaklı sebeplerden ziyade politika kaynaklı olduğu şeklinde yorumlanabilir. Döviz kuru çarpıklığı bağlamında da, ABD doları/TL kurunda beklenen değer kaybının (diğer ülke kurlarına göre) daha az olduğu görülmektedir (sıralama 5,99'dan 7,31'e düşmektedir; sütun 6). ABD doları/TL kuru basıklığında ise iki dönem arasında belirgin bir farklılaşma gözlenmemektedir (sıralama 7,43'den 7,78'e düşmektedir; sütun 6). Küresel kriz öncesi dönem veya yeni politika bileşimi öncesi referans dönemlerine göre ise, kurdaki çarpıklıkta ve basıklıkta görece olarak önemli bir düşüş gözlenmektedir. ABD doları/TL kuru referans dönemlerde benzer GOÜ'ler arasında en yüksek çarpıklık ve basıklık değerlerine sahip iken, yeni politika bileşimi ile çarpıklık ve basıklık değerleri görece olarak önemli ölçüde düşüş göstermiştir. Özellikle basıklık değerindeki görece düşüş daha dikkat çekici boyuttadır. Bu durum, kullanılan yeni politika araçlarının TL üzerindeki olası aşırı değerlenme/ değer-kaybetme baskısını sınırladığını göstermektedir.

Not etmek gerekir ki, bu dönemde kur oynaklığının azaltılması sırasında faiz koridoru gibi araçlar çerçevesinde kısa dönemli faizlerde oynaklık artışı gözlenmiştir. Ortalama faiz oynaklığı, özellikle ek politika araçlarının devreye sokulduğu ikinci dönemde artmaktaysa da, bu politikaların, diğer gelişmekte olan ülkelere göre faiz oynaklığında görece pozisyonumuzu sınırlı oranda etkilediği belirtilebilir (Grafik 4 ve Tablo 2).¹¹



Tablo 2: Faiz Oynaklığının Dönemler Arası Karşılaştırılması ve Benzer GOÜ'lere Göre Sıralaması (Sıralama: 11=en düşük)

FAİZ OYNAKLIĞI						
(1) Dönem	(2) Ortalama	(3) Maksimum	(4) Minimum	(5) Standart Sapma	(6) Sıralama	
Ocak 2007 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	0,19	1,16	0,001	0,21	4,34	
Kasım 2010 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi)	Tüm Dönem	0,22	1,32	0,00	0,25	3,71
	Birinci Dönem	0,11	0,47	0,00	0,10	4,49
	İkinci Dönem	0,26	0,97	0,001	0,22	3,20

Sonuç olarak, TCMB tarafından son dönemde uygulamaya konulan çeşitli politika araçlarının potansiyel etkisiyle, ABD doları/TL kurunun diğer döviz kurlarına göre oynaklık, çarpıklık ve basıklıkta daha düşük bir seviyede seyrettiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar Merkez Bankası'nın kurdaki aşırı oynaklığa kayıtsız kalmayacağına dair verdiği sinyallerin inandırıcı bulunduğunu göstermektedir. Özellikle aşırı değer kaybetme ya da aşırı değer kazanma beklentilerini ifade eden kur basıklığının yeni politika bileşimi sonrası görece olarak kayda değer bir düşüş göstermesi, iktisadi birimlerin ani duruş olasılığına attikleri ağırlığın azaldığını ortaya koymaktadır.

¹¹ Faiz olarak, 1 ay vadeli bankalararası faiz oranı kullanılmıştır. Faiz oynaklığı hesaplanırken, 20 günlük hareketli pencerelemin standart sapması kullanılmıştır.

Kaynakça:

- Akçelik, Y., Ermişoğlu, E., Oduncu, A., Taşkın, T. 2012. Ek Parasal Sıkılaştırmanın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi. TCMB Ekonomi Notu, No. 12/30.
- Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M. 2012. Rezerv Opsiyonu Mekanizması. TCMB Ekonomi Notu, No. 12/28.
- Aydın, H. İ., Değerli, A., Özlü, P. 2010. Recovering Risk-neutral Densities from Exchange Rate Options: Evidence from Lira-Dollar Options. İktisat, İşletme ve Finans, 25(291), 9-26.
- Başçı, E., Kara, H. 2011. Finansal İstikrar ve Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği No.11/08.
- Değerli, A., Fendoğlu S. 2013. Döviz Kuru Beklentileri ve TCMB Para Politikası. TCMB Ekonomi Notu, No. 13/02.
- Kara, A. H. 2012. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, TCMB Çalışma Tebliği No.12/17.
- Küçüksaraç, D., Özel, Ö. 2012. Reserve Options Mechanism and Computation of Reserve Options Coefficients. TCMB Ekonomi Notu, No. 12/33.
- Malz, A. 1997. Estimating the Probability Distribution of the Future Exchange Rate from Option Prices. Journal of Derivatives 5(2), 18-36.
- Rigobon, R., Sack, B. 2004. The Impact of monetary policy on asset prices. Journal of Monetary Economics 51, 1553-1575.

