

5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

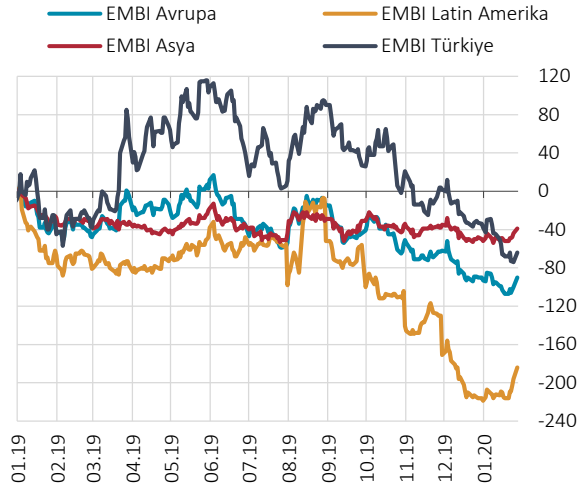
2019 yılının son çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet zayıf seyretmekle birlikte son çeyrekte küresel iktisadi görünümde sınırlı toparlanma sinyalleri gözlenmiştir. Söz konusu dönemde uluslararası ticarete ilişkin kaygıların da azalmasıyla küresel risk iştahı olumlu seyretmiş, gelişmiş ülkelerdeki destekleyici para politikası duruşu geliştirmekte olan ülkelerin de benzer yönde adımlar atmasına imkan sağlamıştır. 2019 yılı genelinde TCMB parasal duruşunu enflasyonun ana eğilimine dair göstergeleri dikkate alarak belirlemiş; parasal sıkılık düzeyini, enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve hedeflenen patika ile uyumunu sağlayacak şekilde oluşturmuştur. Bu çerçevede, TCMB'nin enflasyon tahminleri ve bunların ima ettiği ana eğilimler karar alma sürecinde önemli yer teşkil etmektedir. TCMB, 2019 yılının ilk yarısında politika faiz oranını sabit tutmuş; sıkı parasal duruş ve güçlü politika koordinasyonu neticesinde yılın ikinci yarısında enflasyon görünümü ve beklentilerdeki iyileşme belirginleşmiştir. Söz konusu iyileşme TCMB'nin Temmuz ayından itibaren kademeli bir şekilde uyguladığı faiz indirim sürecini de desteklemiştir. Enflasyon beklentilerindeki genele yayılan iyileşmeye ek olarak iktisadi faaliyetteki toparlanma ve küresel gelişmelerin de katkısıyla gerileyen ülke risk primi uzun vadeli faizlerin de aşağı gelmesini sağlamıştır.

Enflasyon görünümündeki iyileşme ve politika faizindeki indirimler sonucu yurt içi fonlama koşullarının gevşemesi ticari ve tüketici kredi faizlerinin belirgin şekilde düşmesine neden olmuştur. Kredi faizlerindeki düşüş ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak kredi büyümesinde yılın üçüncü çeyreğinde başlayan canlanma son çeyrekte, tüketici kredilerinde daha belirgin olmak üzere, devam etmiştir.

Bankalar 2020 yılı ilk çeyreğinde kredi talebindeki artışın süreceğini, standartlardaki gevşemenin ise daha sınırlı bir oranda devam edeceğini tahmin etmektedir. Firmaların sabit yatırım harcamaları amaçlı kredi talebinin uzun bir aradan sonra ilk kez artış göstermesi ile uzun vadeli ve yabancı para kredilerdeki talep artışı, önümüzdeki dönemde firmaların sabit yatırım harcamalarındaki toparlanmanın devam edeceğine işaret etmektedir. Sonuç olarak, kredilerin büyümeye verdiği desteğin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir.

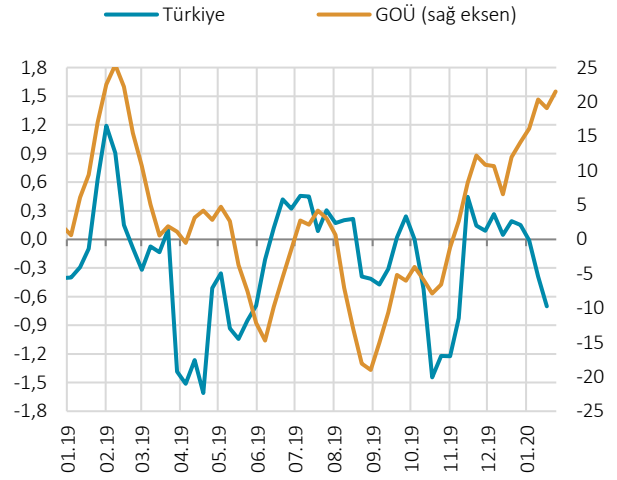
5.1 Finansal Piyasalar ve Para Politikası

Yılın son çeyreğinde küresel iktisadi görünümde gözlenen sınırlı toparlanma eğiliminin yanı sıra uluslararası ticarete ilişkin belirsizliklerin azalması küresel risk iştahının yükselmesini sağlamıştır. Fed ve ECB'den, para politikalarında gevşeme konusunda daha temkinli olunacağına dair sinyaller gelmekle birlikte, normalleşme konusunda acele edilmeyeceğinin vurgulanması küresel risk iştahını olumlu etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri küresel risk iştahındaki gelişmelere paralel olarak gerilemiştir. Türkiye'nin ülke risk primi de, jeopolitik gelişmelere rağmen, enflasyondaki düşüş ve iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yanı sıra küresel risk iştahındaki artışın da katkısıyla diğer gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinden olumlu yönde ayrılmıştır (Kutu 5.2). Bununla birlikte, Türkiye'nin risk primi halen gelişmekte olan ülke risk primleri geneline kıyasla yüksek seyrini korumaktadır (Grafik 5.1.1). Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri hız kazanırken Türkiye'ye portföy girişleri jeopolitik gelişmelerin etkisiyle sınırlı kalmış ve dalgalı seyretmiştir. Söz konusu dönemde Türkiye'ye girişlerin genellikle hisse senetleri piyasasında, çıkışların ise borçlanma senetleri piyasalarında gerçekleştiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).

Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (2 Ocak 2019 = 0, Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg.

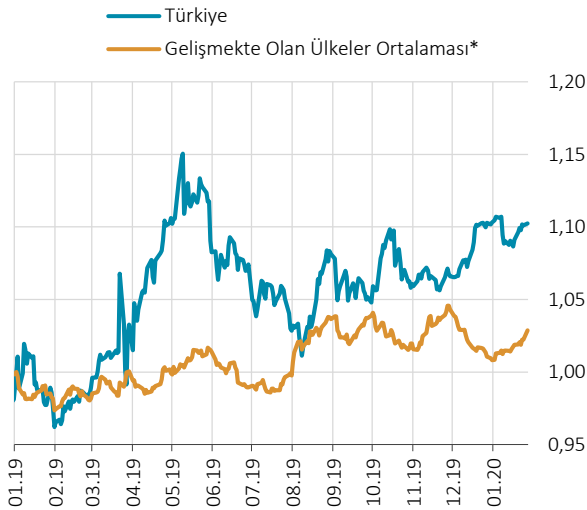
* 2 Ocak 2019'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

Grafik 5.1.2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri* (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)

Kaynak: EPFR, TCMB.

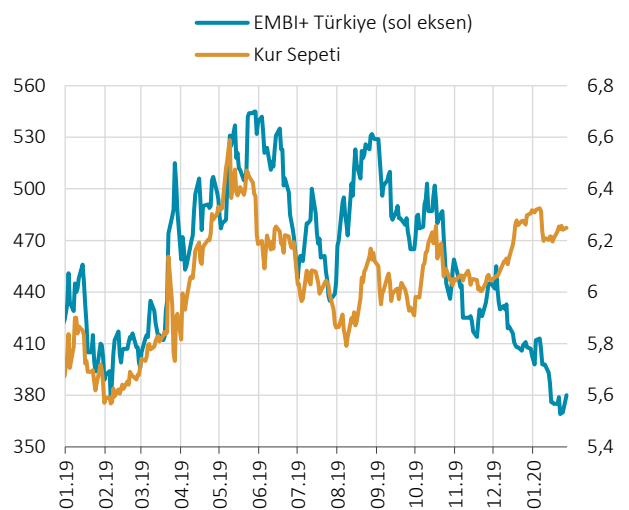
* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dâhildir. GOÜ verisi EPFR veri tabanından alınmıştır ve veri tabanında bulunan tüm fonların gelişmekte olan ülke hisse senedi ve DİBS piyasalarına yaptığı haftalık net yatırımları kapsamaktadır.

Uluslararası ticarete yönelik kaygıların yüksek seyrettiği Kasım ayında, gelişmekte olan ülke para birimleri ABD dolarına karşı bir miktar değer kaybetse de belirsizliklerin hızla azaldığı Aralık ayı başlarından itibaren yeniden değerlendirme eğilimine girmiştir. Türk lirası ise jeopolitik gelişmelerin ve görece olarak yüksek seyreden risk priminin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Nitekim, Ocak ayında risk primi ve jeopolitik risklerdeki gerilemeyle birlikte Türk lirası bir miktar değer kazanmıştır.

Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2019=1)

Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, G.Afrika, Hindistan, Endonezya, Filipinler ve Türkiye.

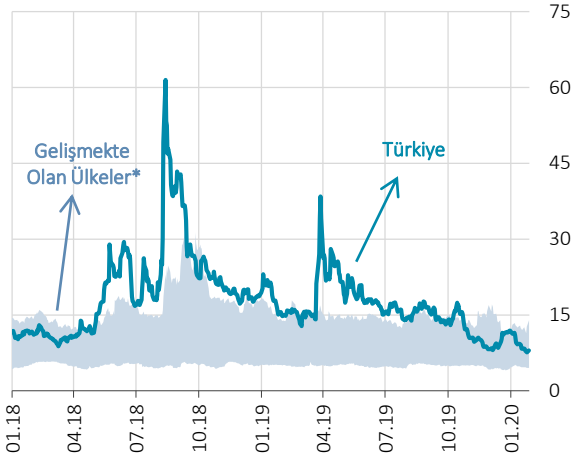
Grafik 5.1.4: Kur Sepeti* ve Türkiye'nin EMBI Endeksi

Kaynak: Bloomberg.

* Kur sepeti 0,5*ABD doları + 0,5*euro karşısında Türk lirasının değerini temsil etmektedir.

Mevcut Rapor döneminde opsiyonların ima ettiği Türk lirası oynaklığı azalmıştır (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Söz konusu dönemde, Türk lirasının 1 ay vadeli ima edilen oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinin 1 ay vadeli ima edilen oynaklıkları arasında orta sıralara kadar gerilemiştir. Bununla birlikte Türk lirasının 12 ay vadeli ima edilen oynaklığındaki iyileşme daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.6).

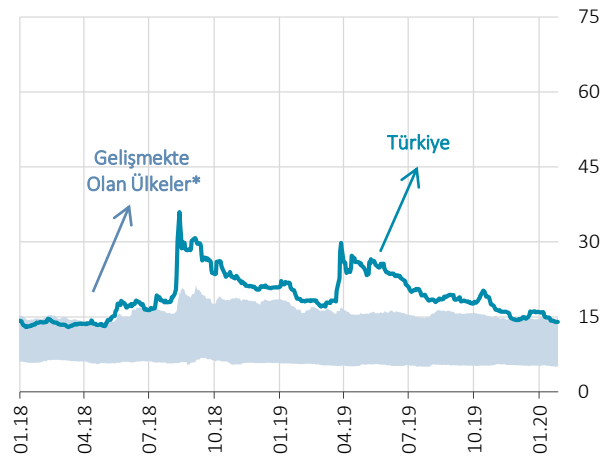
Grafik 5.1.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

Grafik 5.1.6: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)



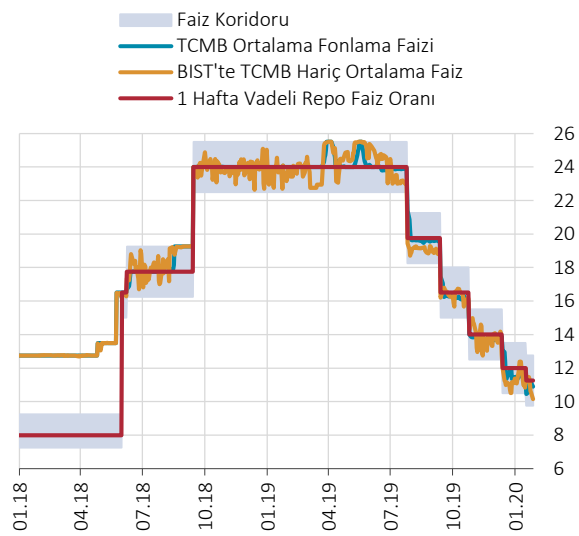
Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

Para Politikası

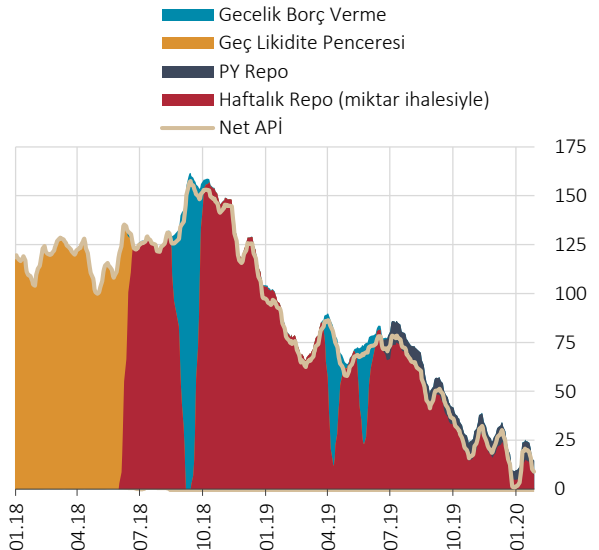
TCMB, enflasyon görünümündeki iyileşmeyle birlikte Temmuz ayında başladığı faiz indirim sürecine Aralık ayındaki 200 baz puanlık ve Ocak ayındaki 75 baz puanlık indirimle devam ederek politika faizini kademeli olarak yüzde 11,25 seviyesine düşürmüştür (Grafik 5.1.7). Önceki Rapor döneminde olduğu gibi, sistemin fonlama ihtiyacının önemli bir kısmının TCMB ve BIST bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmasına bağlı olarak açık piyasa işlemleri (APİ) aracılığıyla sağlanan net fonlama miktarı düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik 5.1.8). Mevcut Rapor döneminde TCMB, 3 ve 6 ay vadeli üç swap ihalesi ile toplamda 3 milyar ABD doları karşılığı Türk lirası fonlama yapmıştır. 20, 23 ve 24 Aralık valörlü olarak düzenlenen uzun vadeli swap ihalelerinin de etkisiyle APİ net fonlaması yılın son günlerinde belirgin ölçüde gerilemiştir. Nitekim TCMB, 24-27 Aralık tarihleri arasında APİ kanalıyla net sterilizasyon yapmış ve bu dönemde BIST gecelik repo faizleri de TCMB alt koridoru seviyesinde oluşmuştur. Takip eden dönemde ise TCMB tekrar net APİ fonlaması yapar konuma gelmiş ve gecelik repo faizleri politika faizinin etrafında oluşmuştur.

Grafik 5.1.7: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 5.1.8: TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)

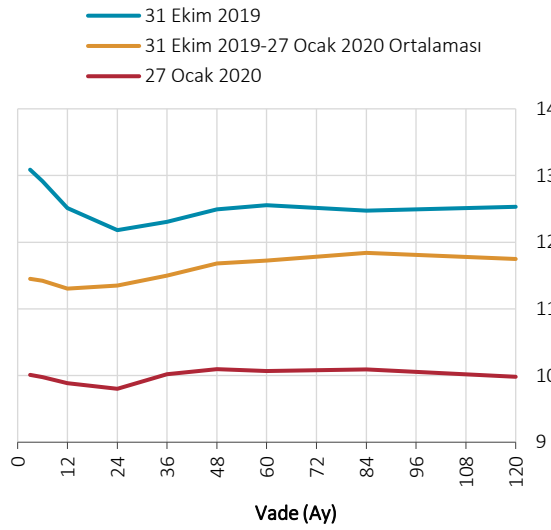


Kaynak: TCMB.

Politika faizine yönelik kararlara ek olarak finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla zorunlu karşılıklara ilişkin bazı değişiklikler yapılmıştır. 19 Ağustos 2019 tarihinde ilan edilen ve zorunlu karşılık oranları ve nema ödemelerini kredi büyümesi oranlarıyla ilişkilendiren düzenlemede 9 Aralık 2019 tarihinde değişiklik yapılmıştır. Yapılan bu düzenleme ile kredi arzının tüketimden ziyade, üretim odaklı sektörlerle yönlendirilmesini teşvik ederek finansal istikrarın desteklenmesi ve zorunlu karşılık bant genişliğini güncelleme ihtiyacının azaltılması amaçlanmıştır. 28 Aralık 2019 tarihinde finansal istikrarı ve reel kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasını desteklemek amacıyla yabancı para mevduat ile katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan yükseltilecek piyasadan döviz likiditesi çekilmiştir. Ayrıca Türk lirası reel kredi büyüme koşullarını sağlayan bankaların bu artıştan etkilenmemesi amacıyla söz konusu oranların bu bankalar için 200 baz puan daha düşük uygulanmasına karar verilmiştir.

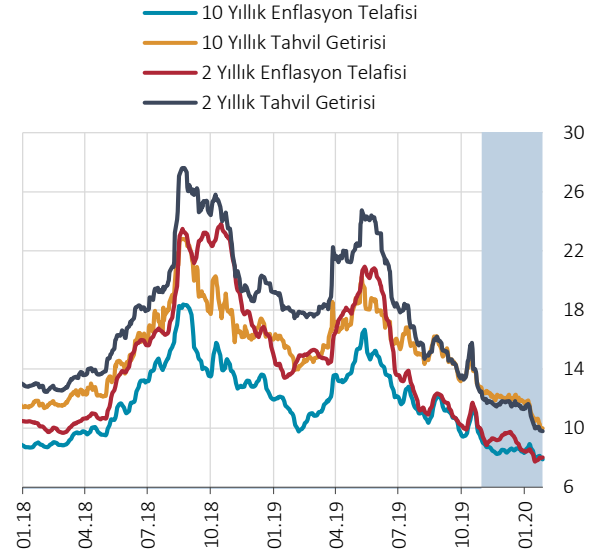
Mevcut Rapor döneminde politika faizindeki indirimlere ek olarak enflasyon beklentileri ve ülke risk primindeki düşüşün de katkısıyla Türk lirası getiri eğrileri aşağı kaymıştır (Grafik 5.1.9). Söz konusu dönemde orta-uzun vadeli tahvil faizlerindeki gerileme eğilimi devam etmiştir. İki ve on yıllık devlet tahvil nominal faizleri geçtiğimiz Rapor dönemi ile kıyaslandığında sırasıyla yaklaşık 200 ve 186 baz puan düşmüştür (Grafik 5.1.10). Uzun vadeli faizlerdeki gerilemede temel olarak enflasyon beklentilerindeki belirgin düşüş etkili olurken, ülke risk primindeki azalışın da katkısı olmuştur. Reel ve nominal tahvil fiyatlarından hesaplanan enflasyon telafisindeki düşüş ile Beklenti Anketi'nden elde edilen enflasyon beklentilerindeki gerileme büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir.

Grafik 5.1.9: Son Dönemde DİBS Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.10: Tahvil Getirileri (%) ve Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

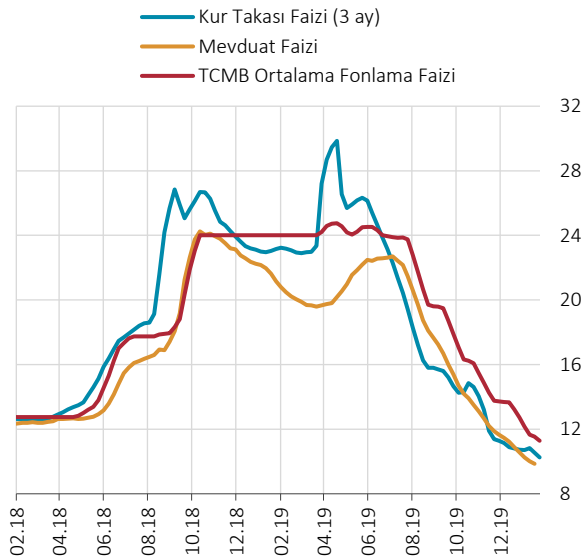
TCMB, 2019 yılında parasal duruşunu enflasyonun ana eğilimine dair göstergeleri dikkate alarak belirlemiş; parasal sıkılık düzeyini, enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve hedeflenen patika ile uyumunu sağlayacak şekilde oluşturmuştur. TCMB'nin enflasyon tahminleri ve bunların ima ettiği ana eğilimler karar alma sürecinde önemli bir yer teşkil etmektedir. TCMB, 2019 yılının ilk yarısında, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutarken likidite yönetimine ilişkin bir dizi karar almıştır. Sıkı para politikası duruşu ile güçlü politika koordinasyonu neticesinde birikimli döviz kuru etkilerinin azalması ve iç talebin ılımlı seyri, enflasyon dinamiklerinde belirgin bir iyileşme gözlenmesine neden olmuştur. TCMB, enflasyon görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak yılın ikinci yarısında, Temmuz, Eylül, Ekim ve Aralık aylarındaki indirimlerle politika faizini yüzde 12 seviyesine düşürmüştür. Aralık ayı PPK toplantısında enflasyon görünümündeki iyileşmenin sürdüğüne ve enflasyon beklentilerinde genele yayılan bir düzelme gözlemlendiğine vurgu yapılmıştır.

2020 yılı Ocak ayı PPK toplantısında, enflasyon görünümündeki iyileşmenin devam ettiği, enflasyon beklentilerindeki genele yayılan düzelmelerin sürdüğü, makroekonomik göstergelerdeki iyileşmenin ülke risk primindeki düşüşü destekleyerek maliyet unsurları üzerindeki baskıların sınırlandırılmasına katkıda bulunduğu değerlendirilmiştir. Enflasyondaki seyrin yıl sonu tahminiyle büyük ölçüde uyumlu olduğu belirtilerek ve enflasyon görünümünü etkileyen tüm unsurlar dikkate alınarak politika faizi 75 baz puanlık ölçülü bir indirimle yüzde 11,25 seviyesine düşürülmüştür. PPK karar metninde enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesi için para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi gerektiği vurgulanmış, parasal duruşun ana eğilime dair göstergeler dikkate alınarak enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirleneceğinin altı çizilmiştir.

5.2 Kredi Koşulları

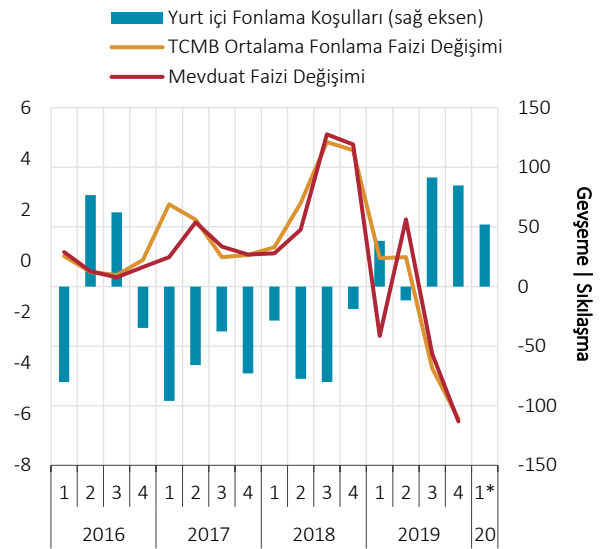
TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ile mevduat ve kur takası faizlerindeki azalış eğilimi son dönemde de sürmüştür (Grafik 5.2.1). Bankaların fonlama maliyetlerinde gözlenen düşüş eğilimi ile tutarlı olarak, Banka Kredi Eğilim Anketi (BKEA) verilerine göre yurt içi fonlama koşulları dördüncü çeyrekte daha sınırlı olmakla birlikte gevşemeye devam etmiştir (Grafik 5.2.2). Bankalar, fonlama koşullarındaki gevşemenin önümüzdeki dönemde azalarak devam etmesini beklemektedir.

Grafik 5.2.1: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.2.2: Bankaların Yurt İçi Fonlama Koşulları

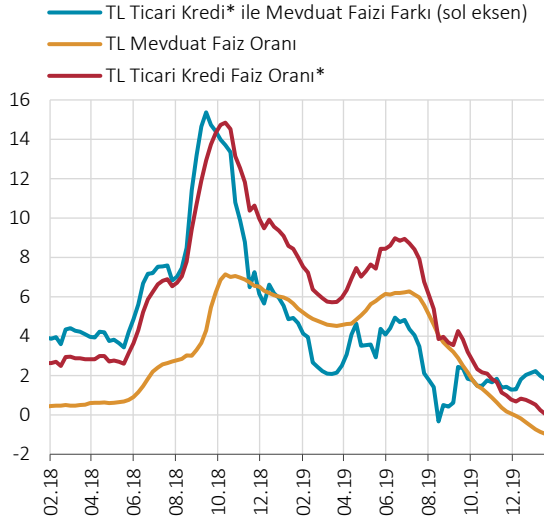


Kaynak: TCMB.

* 2020 yılı birinci çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin birinci çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

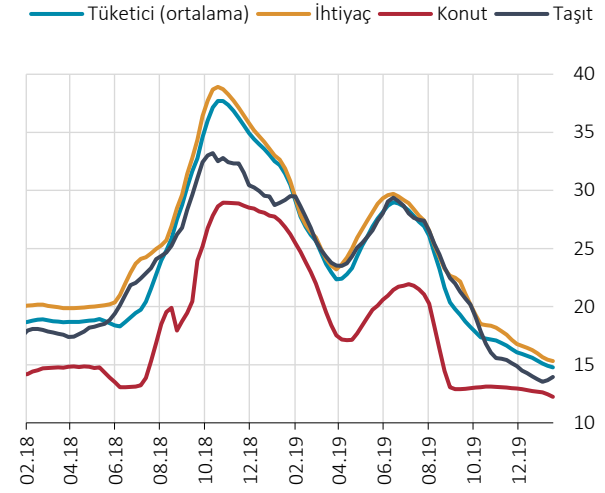
Not: TCMB ortalama fonlama faizi ve mevduat faizi değişimleri bir önceki çeyreğe göre farkı göstermektedir. Banka Kredileri Eğilim Anketinden elde edilen yurt içi fonlama koşulları serisi, yurt içi fonlama koşullarının kredi standartlarına hangi yönde katkı verdiğini göstermektedir.

Politika faizindeki indirimler sonrasında hem TL ticari kredi hem de tüketici kredisi faizlerinin önemli ölçüde düştüğü gözlenmektedir (Grafik 5.2.3 ve Grafik 5.2.4). Son çeyrekte kredi standartlarındaki gevşemede görülen yavaşlama ile tutarlı olarak, TL ticari kredi ve mevduat faizi farkı ise bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.2.3).

Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

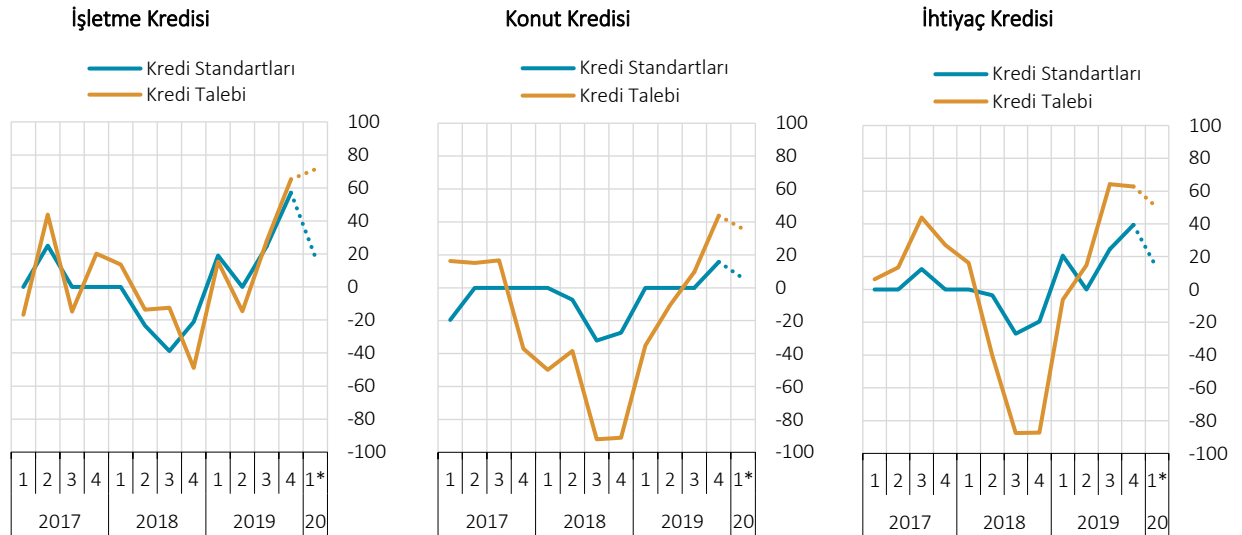
Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

Grafik 5.2.4: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: TCMB.

Banka Kredileri Eğilim Anketi 2019 yılı son çeyreği verilerine göre kredi standartları ve talep gelişmeleri ölçek, vade ve para cinsi ayrımında incelendiğinde, her ayrımda standartlarda gevşeme ve talepte artış görülmektedir (Grafik 5.2.5). Bununla birlikte, bankalar 2020 yılı ilk çeyreğinde işletme, konut ve ihtiyaç kredisi standartlarındaki gevşemenin yavaşlayarak da olsa sürmesini beklemektedir. İşletme kredisi standartlarındaki gevşemenin yavaşlayarak sürmesine karşılık bankalar ilk çeyrekte işletme kredisi talebinde hızlanma öngörmektedir. Konut kredisi ve ihtiyaç kredisinde ise standartlardaki yavaşlayan gevşeme ile uyumlu olarak kredi talebindeki artışın da yavaşlaması beklenmektedir.

Grafik 5.2.5: Kredi Standartları ve Talebi

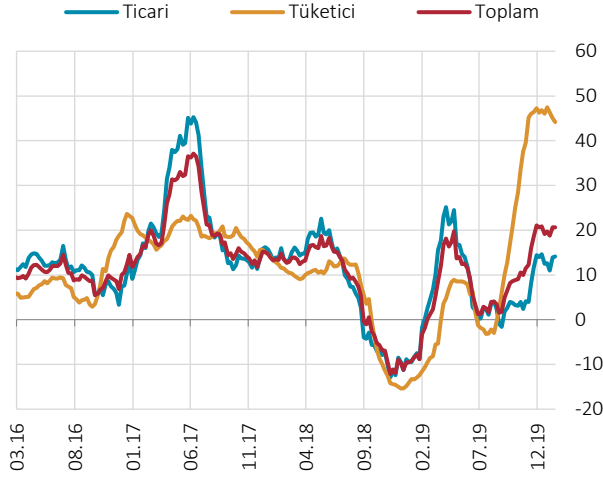
Kaynak: TCMB.

* 2020 yılı birinci çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin birinci çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

Not: Kredi Standartları (Talebi) Endeksinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki (talebindeki) değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Gevşetme+Çok Gevşetme)-(Biraz Sıkılaştırma+Çok Sıkılaştırma) şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 0'ın üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi (kredi talebindeki artışı) ifade etmektedir.

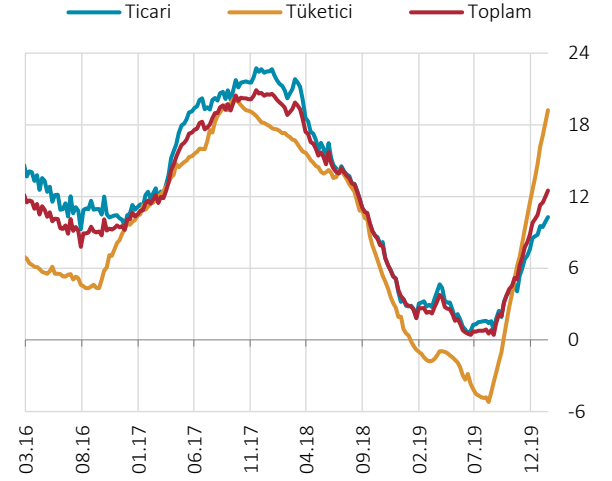
Kredi standartlarında gözlenen gevşeme, faizlerdeki düşüş ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak kredi talebinin artması sonucunda tüketici kredilerinde üçüncü çeyrekte başlayan ivmelenme son dönemde de sürmüştür (Grafik 5.2.6 ve Grafik 5.2.7).

Grafik 5.2.6: Kredilerin Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

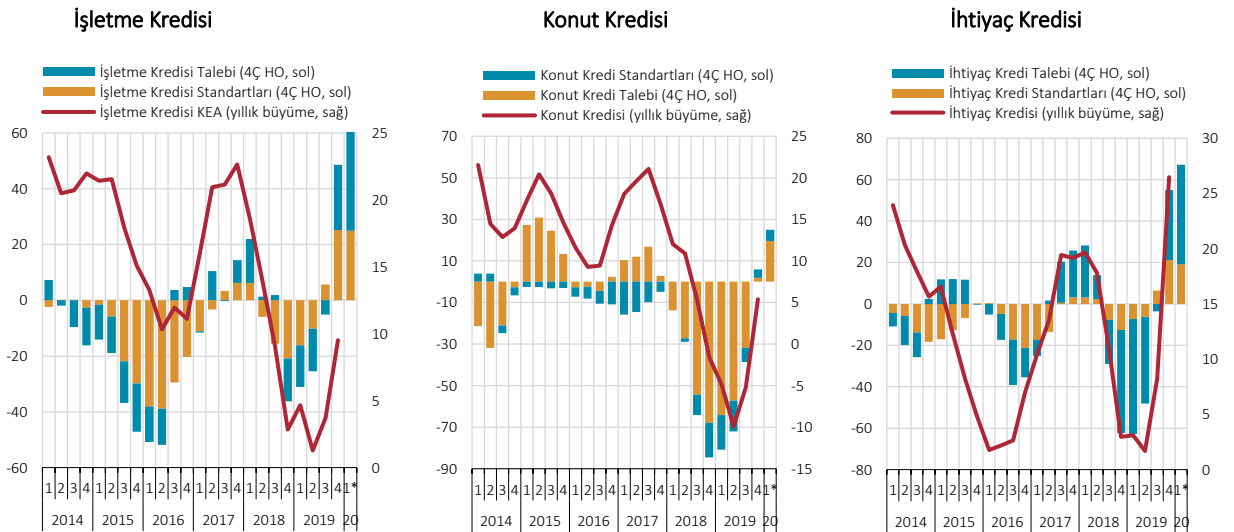
Grafik 5.2.7: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

TCMB'nin Temmuz ayındaki faiz indiriminin ardından, 19 Ağustos 2019 tarihinde TL cinsi kredi büyüme oranı yüzde 10-20 aralığında bulunan bankalar için TL zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ve TL zorunlu karşılık faiz oranının yükseltilmesi kredilerdeki canlanmaya katkıda bulunmuştur. Ayrıca, Ağustos ayından bu yana kamu bankaları öncülüğünde uygulanan düşük faizli konut ve ihtiyaç kredisi kampanyaları da tüketici kredilerini desteklemiştir. Bunun yanı sıra, 9 Aralık 2019 tarihinde, kredi arzının tüketimden ziyade üretim odaklı sektörler yönlenmesini teşvik etmek amacıyla yeni bir zorunlu karşılık uygulaması yürürlüğe koyulmuştur. Finansal koşullardaki iyileşme ve makro ihtiyati politika adımlarının etkisiyle önümüzdeki dönemde kredi büyümesinin iktisadi faaliyeti destekleyeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.8).

Grafik 5.2.8: Kredi Standartları, Kredi Talebi ve Yıllık Kredi Büyümesi



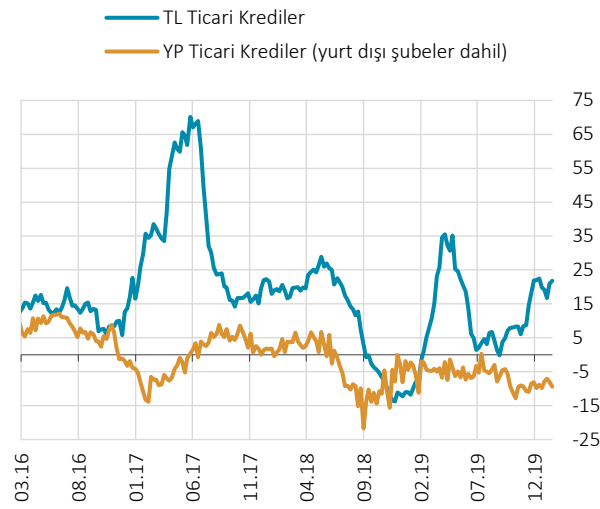
Kaynak: TCMB.

* 2020 yılı birinci çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin birinci çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

Not: Kredi standartları (talebi) hesaplanırken bankalara kredi standartlarının (talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Hesaplama yöntemi için Grafik 5.2.5'teki nota bakınız.

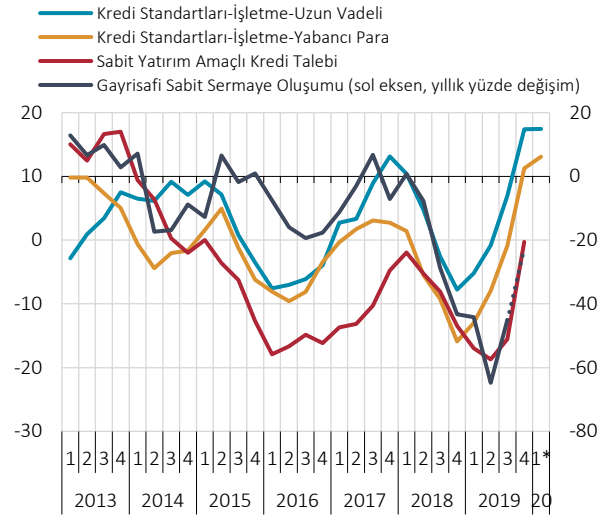
Ticari kredilere para birimi ayırımında bakıldığında, TL ticari kredilerdeki büyümenin son çeyrekte bir miktar hızlandığı, yabancı para kredilerdeki daralmanın ise devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.9). İşletmelerin kredi talebini etkileyen faktörlerden sabit yatırımlar 2014 yılından bu yana ilk kez kredi talebine net pozitif katkı sağlamış ve işletmelerin sabit yatırım amaçlı kredi kullanımının arttığına işaret etmiştir (Grafik 5.2.10). Ayrıca, genellikle yatırım amaçlı kullanılan yabancı para cinsi ve uzun vadeli işletme kredilerinde kredi standartları, gevşeme yönünde önemli oranda artmıştır (Grafik 5.2.10).¹ Sabit yatırım amaçlı kredi talebindeki artış, son çeyrekte yatırım eğiliminde iyileşme sinyali veren diğer anket göstergeleriyle de uyumludur.

Grafik 5.2.9: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10: Sabit Yatırımın Kredi Talebine Etkisi ve Sabit Sermaye Oluşumu (4 Çeyreklik Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB.

* 2020 yılı birinci çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin birinci çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

Özetle, politika faizindeki indirimlerin bankaların fonlama maliyetlerine yansımaları, enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve özellikle kamu bankaları öncülüğünde uygulanan kampanyalar ve son dönemde özel bankaların da rekabete katılımıyla kredi faiz oranlarındaki gerileme son çeyrekte devam etmiştir. Kredi faizlerindeki düşüş ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak yıllık kredi büyümesi son çeyrekte ivmelenirken ticari kredilerdeki artış oranı daha ılımlı seyretmektedir. Banka Kredi Eğilim Anketi verileri son çeyrekte kredi standartlarının gevşediğine ve bu eğilimin 2020 yılının ilk çeyreğinde de süreceğine işaret etmektedir. Gerek fonlama maliyetlerindeki iyileşme ve standartlardaki gevşeme gerekse kredi talebindeki artış doğrultusunda kredilerin önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyeti desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir. Ayrıca işletmelerin sabit yatırım amacıyla kredi talebindeki yüksek oranlı artış, uzun bir süredir zayıf seyreden sabit sermaye yatırımlarında toparlanma olduğunu ima etmektedir.

¹ Bankaların kredi verme eğilimindeki değişimlerin firma yatırımları üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri için, bkz. Kutu 5.1.

Kutu 5.1

Kredi Koşullarının Yatırıma Doğrudan ve Dolaylı Etkisi: Yurt Dışı Sermaye Girişinde Daralma Örneği

Yurt dışı sermaye akımlarında daralmanın yurt içi bankaların kredi verme eğilimlerini güçleştirdiği ve bu dönemlerde özellikle küçük, genç veya borçlu firmaların krediye erişimde zorlandığı bilinmektedir.¹ Bu kutuda, 2008-2009 dönemi ele alınarak, bankaların kredi verme eğiliminde bir azalmanın reel yatırımları nasıl etkilediği ve bu etkinin sadece doğrudan etkilenen firmayla kalmayıp tedarik zinciri üzerinden ilişkili olduğu diğer firmalara ne ölçüde yayıldığı incelenmektedir. Veri olarak, ilgili dönem için mikro seviyede kredi verileri, firma bilançoları ve firma-firma seviyesinde alış/satış beyannameleri kullanılmıştır.²

Öncelikle yurt dışı sermaye akımındaki sert düşüşle birlikte, yurt dışı fonları daha fazla kullanan bankalarla çalışan, diğer bir ifadeyle, sermaye akımlarındaki ani duruşa kredi kanalı üzerinden maruziyeti daha yüksek olan firmaların yatırımlarını daha fazla düşürdüğü gösterilmiştir. Yöntem olarak, aşağıdaki regresyon tahmin edilmiştir:

$$\Delta K_{f,2009} = \beta \text{Kredi Arz Şokuna Maruziyet}_{f,2008} + X_{f,2008} + \vartheta_{i,c} + \varepsilon_{f,2009} \quad (1)$$

$\Delta K_{f,2009}$ f firmasının toplam duran varlıklarındaki 2008 yılı sonundan 2009 yılı sonuna logaritmik değişimi, $\text{Kredi Arz Şokuna Maruziyet}_{f,2008}$ firmanın 2008 Eylül’de (yani ani duruş öncesi) çalışmakta olduğu bankaların ağırlıklı ortalama küresel likidite kullanımlarını (çekirdek-dışı yabancı para yükümlülüğünün toplam varlıklarına oranını) ve $X_{f,2008}$ firma kontrollerini ifade etmektedir.³ $\vartheta_{i,c}$ ise sektör (NACE-2) ve şehir sabit etkilerinin çarpımını ifade etmektedir.

Dolayısıyla, ölçülen etki, β , aynı sektörde faaliyet gösteren ve aynı şehirde olan firmalardan, küresel likiditede daralma öncesi küresel likiditeyi daha fazla kullanan bankalarla daha fazla çalışan firmaların yatırımlarını ne derece değiştirdiğini göstermektedir. “Sektör x şehir” sabit etkileri, olası diğer kanalların (örneğin ticaret kanalının) etkisini kontrol ederek kredi arzı kanalının etkilerini ön plana çıkarmaktadır.

İkinci olarak, firmaların tedarikçileri üzerinden dolaylı olarak da kredi arzı şokuna maruz kalabileceği fikrinden hareketle, denklem (1) aşağıdaki şekilde geliştirilmiştir:

$$\Delta K_{f,2009} = \beta_1 \text{Kredi Arz Şokuna Maruziyet}_{f,2008} + \beta_2 \text{Kredi Arz Şokuna Dolaylı Maruziyet}_{f,2008} + X_{f,2008} + \vartheta_{i,c} + \varepsilon_{f,2009} \quad (2)$$

$\text{Kredi Arz Şokuna Dolaylı Maruziyet}_{f,2008}$ f firmasının “tedarikçilerinin kredi arzı şokuna maruziyetlerinin ağırlıklı ortalaması” ile “ f firmasının toplam satışlarının brüt maliyetinde tedarik ettiği malların maliyetinin ağırlığı” çarpılarak elde edilmiştir.

¹ Bkz. Enflasyon Raporu 2018-II, Kutu 5.2. “Küresel Likidite Şartları, Yurtiçi Kredi Arzı ve Firmaların Krediye Erişimi”.

² Detaylar, Fendoğlu ve Ongena (2020) çalışmasında bulunmaktadır.

³ Firma kontrol değişkenleri, logaritmik varlık büyüklüğü, öz sermayenin toplam varlıklara oranı, yurt dışı satışların toplam satışlara oranı ve kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı olarak alınmıştır.

Burada ölçülen etki, β_2 , tedarikçilerinin kredi erişiminde zorlanmaları dolayısıyla f firmasının yatırımlarını değiştirip değiştirmediğini göstermektedir. Beklenen etki, daha yüksek kredi kısıtlarıyla karşılaşan tedarikçilerle daha fazla çalışan firmaların yatırımlarını daha fazla düşüreceği, diğer bir ifadeyle, β_2 'nin anlamlı derecede negatif olmasıdır.

Son olarak, denklem (2)'de öne sürülen hipoteze ışık tutmak için, daha yüksek kredi kısıtlarıyla karşılaşan tedarikçilerin mal ve hizmet arzlarını nasıl değiştirdikleri çalışılmıştır:

$$\Delta S_{f,s,2009} = \beta_1 \text{Kredi Arz Şokuna Maruziyet}_{s,2008} + X_{s,2008} + \vartheta_{f,is.cs} + \varepsilon_{f,s,2009}$$

Burada, $\Delta S_{f,s,2009}$ s tedarikçisinin f firmasına toplam satışlarının Ocak-Eylül 2008 döneminden Ocak-Eylül 2009 dönemine yüzde değişimini, *Kredi Arz Şokuna Dolaylı Maruziyet* _{$s,2008$} s tedarikçisinin Eylül 2008'de (ani duruş öncesi) çalışmakta olduğu bankaların ağırlıklı ortalama küresel likidite kullanımını ifade etmektedir. $X_{s,2008}$ firma kontrollerini ifade etmektedir. $\vartheta_{f,is.cs}$ ise "alıcı firma (firma f) x tedarikçi firmanın sektörü x tedarikçi firmanın şehri" sabit etkilerini ifade etmektedir.⁴ Bu sabit etkiler ile, aynı firmaya benzer mal tedarik eden ve benzer ulaşım maliyetleri yüklenen/yükleyen tedarikçilerden, kredi kısıtıyla daha fazla karşılaşan tedarikçinin mal ve hizmet arzını daha fazla düşürüp düşürmediği ölçülmektedir.

Tablo 1: Tahmin Sonuçları

	(1)	(2)	(3)
Bağımlı Değişken:	$\Delta K_{f,2009}$ (Duran Varlıklardaki Log Değişim)	$\Delta K_{f,2009}$ (Duran Varlıklardaki Log Değişim)	$\Delta S_{f,s,2009}$ (Firma-Firma Satışlardaki Log Değişim)
<i>Kredi Arz Şokuna Maruziyet</i>	-0,662*** (0.034)	-0,074*** (0.004)	-0,385*** (0.097)
<i>Kredi Arz Şokuna Dolaylı Maruziyet</i>	--	-0,048*** (0.022)	--
Firma kontrolleri dâhil?	Evet	Evet	--
Sektör-şehir sabit etkileri	Evet	Evet	--
Alıcı firma x tedarikçi firmanın sektörü x tedarikçi firmanın şehri	--	--	Evet
Gözlem Sayısı	234.957	234.957	282.272
R ²	0,021	0,021	0,399

Not: Standart sapmalar tahmin edilen katsayıların altında parantez içerisinde verilmiştir. (1) ve (2) nolu sütunlarda sektör ve şehir seviyesinde, (3) nolu sütunda ise alıcı firma ve satıcı firma seviyesinde çift-kümelenmiştir (double-clustered). ***, % 1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

⁴ Sonuçlar, sadece alıcı firma sabit etkileri eklendiğinde de geçerlidir.

Sonuçlar Tablo 1’de özetlenmektedir. Sütun (1), krediye erişimde daha fazla zorlanan bir firmanın yatırımlarını daha fazla kısıtığını göstermektedir. Sütun (2) krediye erişimde zorlanan tedarikçilerle daha fazla çalışan firmaların yatırımlarını daha fazla kısıtığını göstermektedir. Sütun (3) ise krediye erişimde zorlanan tedarikçilerin alıcı firmaya daha az girdi (mal veya hizmet) sattığını göstermektedir.⁵ Bu etkiler istatistiksel olduğu kadar ekonomik olarak da anlamlıdır.

Krediye erişimde daha fazla zorlanan (kredi arz şokuna maruziyet değişkeni 75’inci yüzdeler diliminde olan) bir firma, krediye erişimde daha az zorlanan (spesifik olarak, kredi arz şokuna maruziyet değişkeni 25’inci yüzdeler diliminde olan) bir firmaya kıyasla yatırımlarını yüzde 3 daha fazla düşürmektedir (Tablo 1, sütun 1). Benzer bir hesaplama, krediye erişimde zorlanan tedarikçilerle daha fazla çalışan firmalar ise yatırımlarını yüzde 0,3 daha fazla düşürmektedir (Tablo 1, sütun 2). Diğer bir ifadeyle, dolaylı etkiler, doğrudan etkilerin yaklaşık 10’da biri kadardır.⁶ Son olarak ve mekanizmaya ışık tutar şekilde, aynı alıcı firmaya benzer ulaşım maliyetiyle benzer mal veya hizmet tedarik eden tedarikçilerden krediye erişimde daha fazla zorlanan tedarikçi, alıcı firmaya satışlarını yüzde 2,2 daha fazla düşürmektedir (Tablo 1, sütun 3). Bu etkileri ölçmek için, tabloda verilen katsayılar ile ilgili değişkenin kuartil aralığı (75. yüzdeler dilim ile 25. yüzdeler dilim farkı) çarpılmıştır.⁷

Özetle, sonuçlar, bankaların kredi verme eğilimlerinde bir azalmanın (olumsuz kredi arz şoklarının) firma yatırımlarını doğrudan baskıladığını, firmanın tedarikçilerinin de krediye erişimde zorluk yaşaması durumunda bu etkinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, bankaların kredi verme eğilimlerinin yatırımlara etkisinin sadece doğrudan etkilenen firmayla kalmayıp, bu firmanın üretim ağındaki diğer firmalara da yayılabileceği bulgulanmaktadır.

Kaynakça

Fendoğlu, S. ve Ongena, S. (2020). Tracing the Impact of a Sudden Stop: The Role of Bank Rollover Risks, Expectations, and Domestic Production Networks. Değerlendirilme Aşamasında (önceki versiyonu için bkz. TCMB Çalışma Tebliği No. 18/18).

⁵ Not etmek gerekir ki burada aşağı (downstream) etkiler çalışılmaktadır. Yukarı (upstream) etkilerin de olduğu ancak bu etkilerin aşağı etkilere göre çok daha zayıf olduğu bulgulanmıştır.

⁶ Alıcı firma eğer az sayıda tedarikçi ile çalışıyorsa, dolaylı etkinin gücü yaklaşık 2 katına çıkmaktadır. Detaylar için bkz. Fendoğlu ve Ongena (2020).

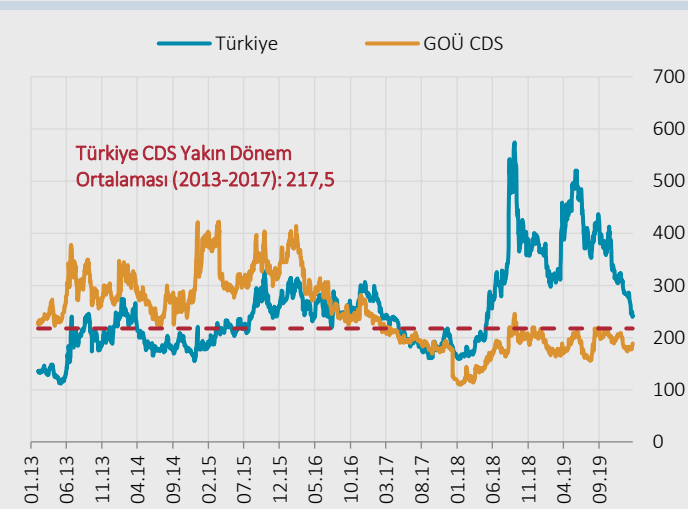
⁷ Kuartil aralıkları için bkz. Fendoğlu ve Ongena (2020).

Kutu 5.2

Türkiye Risk Primine Makroekonomik Göstergelerin Etkisi

Türkiye risk primi, benzer gelişmekte olan ülkelerin risk primlerine kıyasla halen yüksek olmasına karşın mevcut Rapor döneminde gerileyerek 2013-2017 dönemi ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 1). Küresel para politikalarındaki gevşemenin etkisiyle uluslararası risk iştahının artmasının yanı sıra, Türkiye'ye özgü makroekonomik gelişmelerin de bu düşüşte etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu kutuda, ülke risk primini etkileyen temel ekonomik değişkenler analiz edilerek risk primindeki değişimlerin kaynakları incelenmektedir.

Grafik 1: Türkiye ve GOÜ CDS (5 Yıl Vade, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: 23 Ocak 2020

Yabancı para cinsinden tahvillerin taşıdığı temerrüt riskine karşılık talep edilen sigorta primi, “dışsal kırılganlık” literatüründe elde edilen ampirik modellere göre, cari denge, uluslararası rezerv yeterlilik göstergeleri, bütçe dengesi, net uluslararası yatırım pozisyonu, enflasyon, ekonomik büyüme, dış borç stoku, şirket bilançolarının döviz kuru ve faiz hareketlerine hassasiyeti, jeopolitik riskler, kurumsal altyapı ve küresel risk iştahı gibi değişkenlerden etkilenmektedir (Duran ve Küçüksaraç, 2016; Akçelik ve Fendoğlu, 2019).

Literatürde yapılan çalışmalara benzer şekilde, gelişmekte olan 10 ülke için risk priminin belirleyicileri ekonometrik bir çerçevede çalışılmış ve Türkiye risk priminin dışsal kırılganlığı yansıtabilecek makroekonomik göstergelerden ne derece etkilendiği incelenmiştir. Çalışmaya konu olan ülkeler; Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Rusya, Şili, Tayland ve Türkiye’dir. Regresyon örneklem dönemi olarak 2005Ç1-2019Ç2 alınmıştır. Yöntem olarak, sabit etkiler panel regresyonu kullanılmıştır. Risk primi değişkeni için likiditesi daha yüksek olmasından ötürü 5 yıl vadeli CDS verileri tercih edilmiştir. Tahminlerde, reel GSYİH büyümesi, enflasyon, kamu bütçe dengesi/GSYİH, uluslararası brüt rezervler/GSYİH, finansal olmayan şirketlerin yabancı para borcu/GSYİH seviyesi ve değişimi, net uluslararası yatırım pozisyonu / GSYİH, cari işlemler dengesi / GSYİH, enflasyon ve büyüme oynaklıkları ile VIX açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır. ¹

¹ Yıl kukla değişkenleri de modellerde dâhil edilmiştir.

Farklı model seçimleri ile dış kırılabilirlik göstergeleri olarak hem stok hem akım değişkenleri dikkate alınmış ve Tablo 1’de tahmin sonuçları sunulmuştur. Model 1’de temel makroekonomik göstergelerin etkisi ele alınırken, Model 2 ve Model 3’te finansal olmayan şirketlerin yabancı para borcu değişimi tahminlere dâhil edilmiştir. Ayrıca Model 3’te enflasyon ve büyüme oynaklıkları da dikkat alınırken, Model 4’te diğer bir dış kırılabilirlik göstergesi olan net uluslararası yatırım pozisyonu kullanılmıştır.

Tablo 1: Sabit Etkiler Panel Regresyon Sonuçları

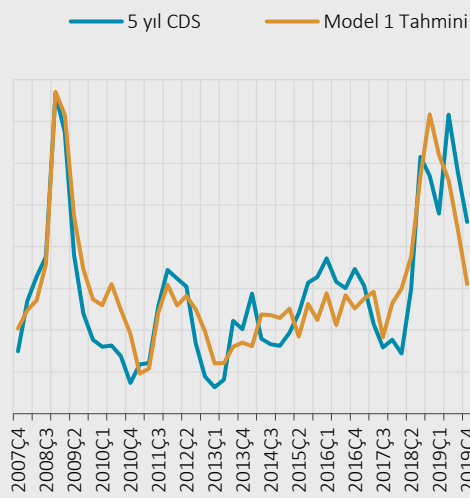
Bağımlı Değişken: CDS	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
TÜFE Yıllık Enflasyon	9,569*** (1,224)	10,815*** (1,255)	11,414*** (1,389)	12,558*** (1,438)
GSYİH Reel Yıllık Büyüme	-5,928*** (1,158)	-2,543* (1,359)	-1,847 (1,344)	-2.460*** (0,925)
Uluslararası Brüt Rezervler / GSYİH	-1,949*** (0,674)	-1,256*** (0,458)	-1,682*** (0,617)	0,139 (1,247)
Kamu Bütçe Dengesi / GSYİH	-8,726*** (1,509)	-8,493*** (1,424)	-5,333*** (1,795)	-9,585*** (1,221)
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH	-0,719 (0,857)			
Finansal Olmayan Şirket Kesimi Yabancı Para Borcu / GSYİH	2,615*** (0,650)			
Finansal Olmayan Şirket Kesimi Yabancı Para Borcundaki Değişim / GSYİH		2,113 (2,805)	4,436* (2,597)	
Oynaklık Endeksi (VIX)	4,737*** (0,605)	7,036*** (0,835)	7,274*** (0,824)	5,471*** (0,475)
Enflasyon Oynaklığı			14,090*** (3,114)	
Büyüme Oynaklığı			4,797** (2,425)	
Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu / GSYİH				0,093 (0,065)
Sabit Terim	28,428 (19,798)	-14.910 (21.507)	-39.963* (24.246)	8,381 (21,931)
R ²	0,693	0,779	0,812	0,866
Gözlem Sayısı	576	570	470	356
Ülke Sayısı	10	10	10	9

Standart sapmalar parantez içinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Regresyon sonuçları, örneklemde yer alan ülkeler için CDS primi üzerinde anlamlı olarak enflasyon seviyesi ve oynaklığının, büyüme ve oynaklığının, uluslararası brüt rezerv seviyesi, kamu bütçe dengesi, finansal olmayan şirket kesimi yabancı para borcu ile küresel risk iştahının etkili olduğuna işaret etmektedir (Tablo 1). Model sonuçları ele alındığında özellikle stok değişkenlerin risk primi üzerinde daha etkili olduğu gözlenmektedir. Ayrıca, modellerde kullanılan değişkenler arasındaki korelasyonlar da bazı değişkenlerin anlamlılıklarını etkileyebilmektedir. Makroekonomik göstergelerin ima ettiği model sonuçları ile gerçekleşen CDS risk primi arasında, regresyon analizinde yer almayan jeopolitik riskler, küresel/bölgesel gelişmelere hassasiyet, politika belirsizliği veya kredibilite açığı, vb. ülkeye özgü nedenlerle ayrışma olabileceği not edilmelidir.

Türkiye özelinde regresyon sonuçları temel model olarak Model 1 çerçevesinde ele alındığında, 2019 son çeyreğinde bir önceki yıla kıyasla, enflasyon düşüşü, ekonomik toparlanma, küresel risk iştahındaki artış, uluslararası rezerv artışı CDS primini düşürücü, bütçe açığındaki artışın ise artırıcı yönde etkilediğine işaret etmektedir.² 2019 yılının birinci çeyreğinden itibaren Türkiye CDS priminin makroekonomik göstergelerin ima ettiği seviyenin üzerinde fiyatlandığı gözlenmektedir (Grafik 2). Türkiye CDS priminin 2019 son çeyreğinde önceki yıl sonuna kıyasla gerilemesinde en etkili faktörler ise sırasıyla enflasyon düşüşü, ekonomik toparlanma ve küresel risk iştahı olmuştur (Grafik 3). Ayrıca yabancı para borç azaltma süreci de risk primindeki düşüşü desteklemiştir. Bu dönemde modelde tahmin edilen CDS primindeki düşüşün yüzde 57'si enflasyondaki düşüşten, yüzde 23'ü büyüme oranındaki artıştan, yüzde 16'sı ise küresel risk iştahındaki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 3).

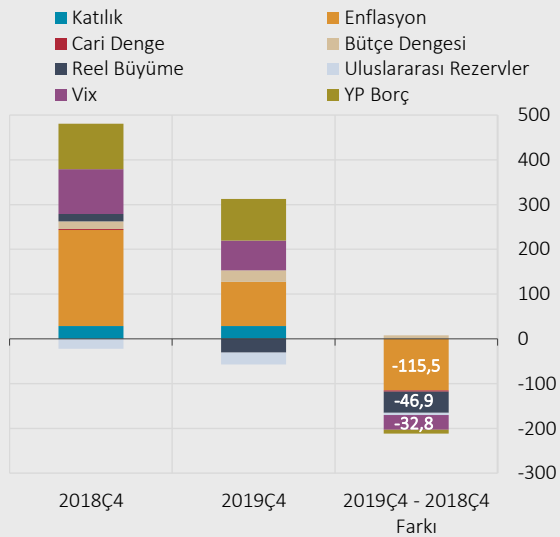
Grafik 2: Türkiye CDS Gerçekleşmesi ve Model Tahmini (Baz Puan)³



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Son Gözlem: 2019 Ç4

Grafik 3: Türkiye CDS Primine Modelin İma Ettiği Katkılar (Baz Puan)⁴



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Son Gözlem: 2019 Ç4

Özetle, gelişmekte olan ülkelerde ülke risk priminin belirleyicilerinin ortaya konulduğu regresyon analizi, Türkiye'nin risk priminde 2019 yılında kaydedilen düşüşte, PPK karar metinlerinde de belirtildiği gibi, enflasyon başta olmak üzere makroekonomik göstergelerdeki iyileşmenin etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığı ve dolayısıyla ülke risk priminin gerilemesi, uzun vadeli faizlerin düşmesine katkıda bulunarak iktisadi faaliyeti desteklemektedir. Büyüme görünümünün iyileşmesi de nihayetinde ülke risk primini düşürerek olumlu bir döngü yaratmakta ve enflasyonu düşürmeye dair ödünleşimleri azaltmaktadır.

Kaynakça

Akçelik, F. ve Fendoğlu, S. (2019). "Country Risk Premium and Domestic Macroeconomic Fundamentals when Global Risk Appetite Slides," TCMB Ekonomi Notları, No. 19/04.

Duran M. ve Küçüksaraç D. (2016). "How Different are the Factors Affecting the Credit Ratings of Developed and Emerging Countries?" TCMB Ekonomi Notları, No. 16/09.

² Diğer modellerde de benzer bir sonuç elde edilmektedir.

³ Seviye üzerinden yapılan regresyonda kalıntı (residuals) değerleri durağandır.

⁴ Finansal olmayan şirket kesimi yabancı para borcu ve GSYİH için 2019Ç4 çeyreği için tahmin değerleri kullanılmıştır.