

## 8. Finansal Piyasalar

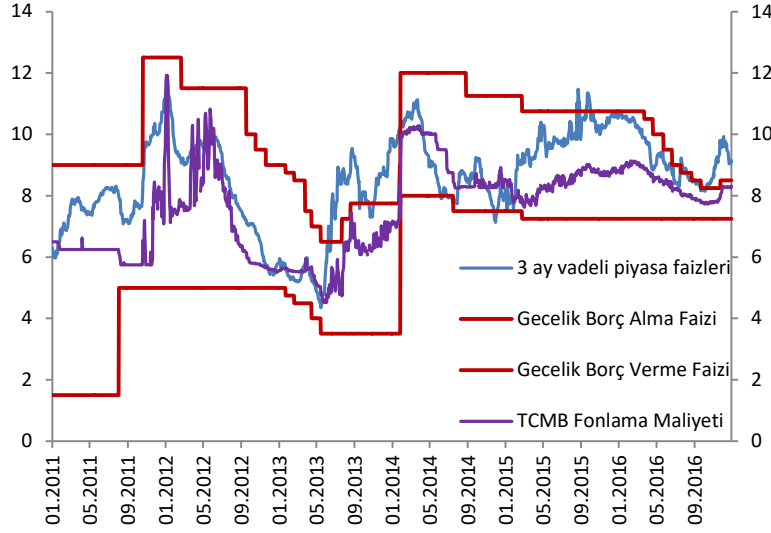
### 8.1 Finansal Koşullar ve Para Politikası

2016 yılında para politikasındaki en önemli gelişme, 2011 yılından beri kullanılmakta olan geniş bantlı faiz koridorunda sadeleşmeye gidilmesi olmuştur. Sade para politikası prensibine göre merkez bankası tek bir politika faizine sahip olur. Buna ilaveten son borç verme mercii olması hasebiyle gün sonunda bankaların elinde fazla TL varsa bunu almayı taahhüt ettiği gecelik borç alma faizi ve benzer şekilde piyasada para talebi mevcutsa bunu karşılamayı taahhüt ettiği gecelik borç verme faizi bulunmaktadır. Sade para politikasında merkez bankaları piyasadaki kısa vadeli faizleri kendi politika faizlerine yaklaştırabilmek için gecelik borç alma ve gecelik borç verme faizini mümkün olduğunca dar tutarlar.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 18 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı duyuruyla 2011 yılı öncesinde uygulanan ve yukarıda çerçevesini verdiğimiz faiz politikasına geçeceğini ilan etmiştir. TCMB, 2016 yılı başından itibaren gecelik borç verme faizinde (faiz koridorunun üst bandı) indirimlere gitmek suretiyle faiz koridoru politikasını sadeleştirmiştir. Ekim 2016 tarihi itibarıyla gecelik borç verme faizi yüzde 8,25'e kadar düşmüş ve faiz koridoru da bu tarihte 100 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Bu aralık TCMB'nin kullandığı kısa vadeli faiz aracının bulunduğu en dar koridor olarak tarihe geçmiştir. Yıl sonu itibarıyla gecelik borç alma faizi yüzde 7,25, gecelik borç verme faizi yüzde 8,5 seviyesindedir (Grafik 8.1).

2016 yılı Kasım ayında ABD seçimlerini Donald Trump'ın kazanmasının ardından yaşanan gelişmeler sebebiyle kısa vadeli piyasa faizlerinde bir artış yaşanmış ve faizler koridorun dışında gerçekleşmiştir. Yakın zamanda buna benzer bir gelişme 2013 yılı Mayıs ayında yaşanmış olup neticede Merkez Bankası faizleri 2014 yılı Ocak ayında radikal bir şekilde artırmak zorunda kalmıştır. Aşağıda detaylarını vereceğimiz kur gelişmeleri de TCMB'nin böyle bir tercihe zorlanabileceğini ima etmektedir.

Grafik-8.1: TCMB Fonlaması ve Kısa Vadeli Faizler



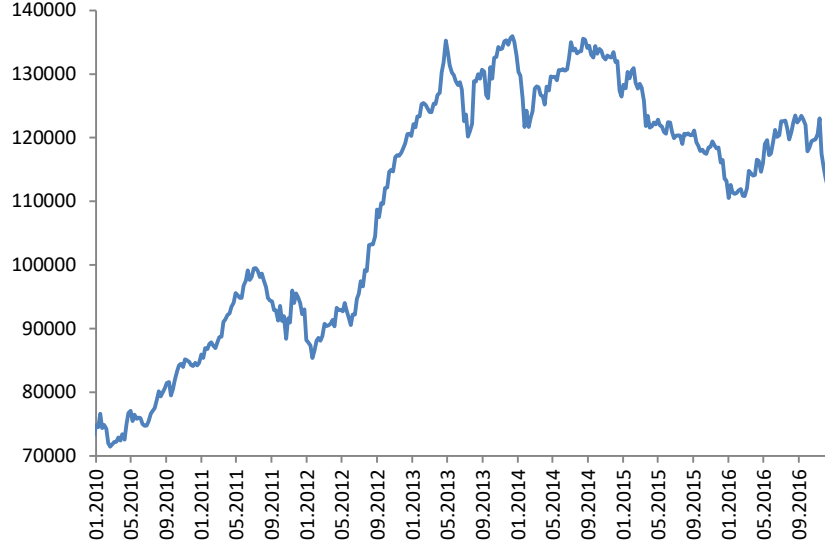
Kaynak: TCMB ve Bloomberg

TCMB 2016 yılı içinde faiz koridorunu daraltarak ortalama fonlama maliyetini düşürürken diğer yandan TL rezerv yükümlülüklerinde azaltmaya giderek kredi maliyetlerinde ilave bir indirim gerçekleştirmiştir. Hem ortalama fonlama faizinin düşürülmesi hem de rezerv yükümlülüklerindeki azalma bankaların reel sektöre daha kolay kredi açabilmesini destekleyici adımlardır. Bunun etkileri krediler bölümünde tartışılmıştır.

Öte yandan merkez bankalarının bir görevi de piyasalarda yabancı para likiditesinde oluşabilecek sorunlara müdahale ederek spekülasyon hareketleri engellemektir. TCMB 2016 yılı içinde yabancı para rezerv yükümlülüklerinde ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasına ait katsayılarında indirim yaparak piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır. Bunun tabii sonucu ise döviz rezervlerinde yaşanan düşüştür. TCMB 2016 yılı içinde döviz satım ihalelerini durdurmuş, ihracatçılara sağlanan reeskont kredisi yoluyla döviz kazanmaya devam etmiştir. 2016 yılı sonu itibarıyla altın dahil toplam brüt döviz rezervi bir önceki yıla göre 7 milyar ABD doları azalmış ve yaklaşık 106 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir (Grafik -8.2). Bu rakam TCMB'nin aktif olarak kullandığı net döviz rezervini de içermektedir. TCMB net döviz artışını ihracatçılara TL olarak verip ABD Doları olarak aldığı reeskont kredisi yoluyla sağlamaktadır. 2016 yılı içinde reeskont kredileri yoluyla 15 milyar ABD doları rezerv olarak girmiş bununla beraber piyasaya yaklaşık 7,5 milyar ABD doları satılmıştır. Bu da net döviz rezervini ciddi oranda artırarak TCMB'nin önümüzdeki dönemde döviz piyasasındaki doğrudan müdahale esnekliğini artırmıştır. Bununla beraber toplam rezervin düştüğü

ve dolayısıyla yurtdışından gelen sıcak paranın bunu fiyatlamaya dahil ettiği göz önünde bulundurulmalıdır.

Grafik-8.2: TCMB Brüt Rezervi (Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB

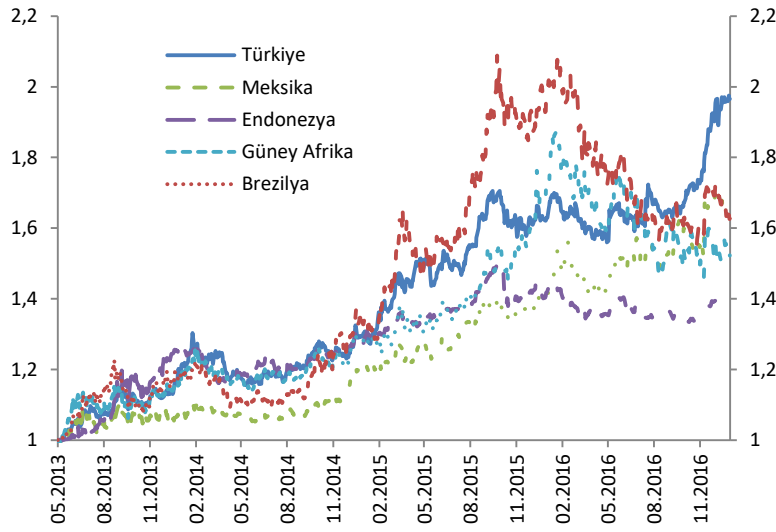
## 8.2 Kur, Borsa, Faizler, Fon Akımları

FED'in 2013 yılı Mayıs ayında miktarsal genişlemeyi sonlandıracağını açıklamasından itibaren gelişmekte olan ülkelerin para birimleri ABD doları karşısında değer kaybetme trendine girmiştir. Bu trend 2016 yılında da çeşitli aralıklarla kendini göstermiş, özellikle Türkiye'de yaşanan iç politik gelişmelerin etkisiyle 2016 yılının ikinci yarısından itibaren Türk Lirası ABD doları karşısında hızlı bir değer kaybı yaşamıştır. Mayıs 2013'ten bu yana Türk Lirasının toplam değer kaybı yüzde 100'e ulaşmıştır. 2016 yılında benzer bir değer kaybı Meksika'da gözlenmiş, Meksika Pesosu ABD doları karşısında özellikle ABD başkanlık seçimlerinin ardından kayda değer bir düşüş yaşamıştır (Grafik -8.3).

Türkiye'de yıllık enflasyon son 10 yıldan beri yüzde 7'nin üzerinde seyretmekte, öte yandan gelişmiş ülkelerdeki enflasyon sıfır seviyesindedir. Dolayısıyla normal parasal koşullarda Türk Lirasının ABD Doları karşısında her sene enflasyon farkı kadar değer kaybetmesi makul karşılanabilir. 2013 yılına kadar olan gevşek para politikası ve neticesinde ortaya çıkan yoğun sıcak paranın etkisiyle kurların üzerinde baskı oluşmuş ve Türk Lirası bu hesaba göre çok değerli seyretmiştir. Takip eden dönemdeki

değer kaybının bu baskılamının geri alınmasını da içerdiğini göz önünde bulundurmak gerekir. Bu sebeple kurlarda son dönemde yaşanan gelişmeler konjunktürel gelişmelerle tetikleniyor olsalar da bu gelişmelerin arka planında TL'nin enflasyon farkının ima ettiği kura ulaşana kadar değer kaybetme baskısını yaşayacağı düşünülmektedir. Bu süreci mümkün olduğunca öngürülebilir kılmak reel sektörün buna ilişkin problemlerini önemli ölçüde azaltacaktır.

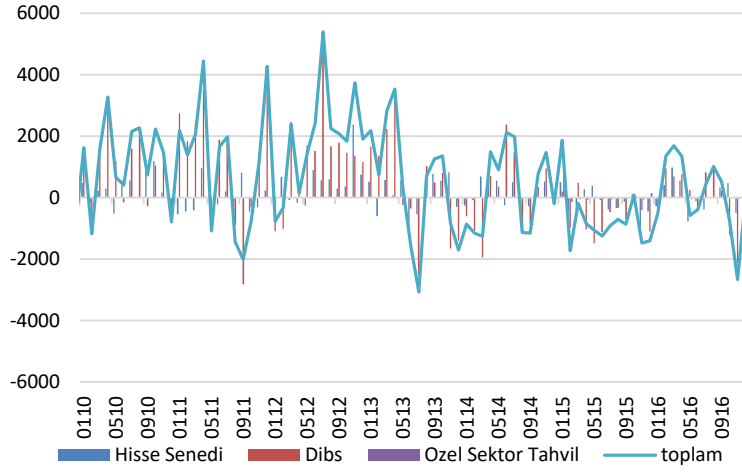
Grafik-8.3: Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülke Kurları (Mayıs 2013=1)



Kaynak: Bloomberg

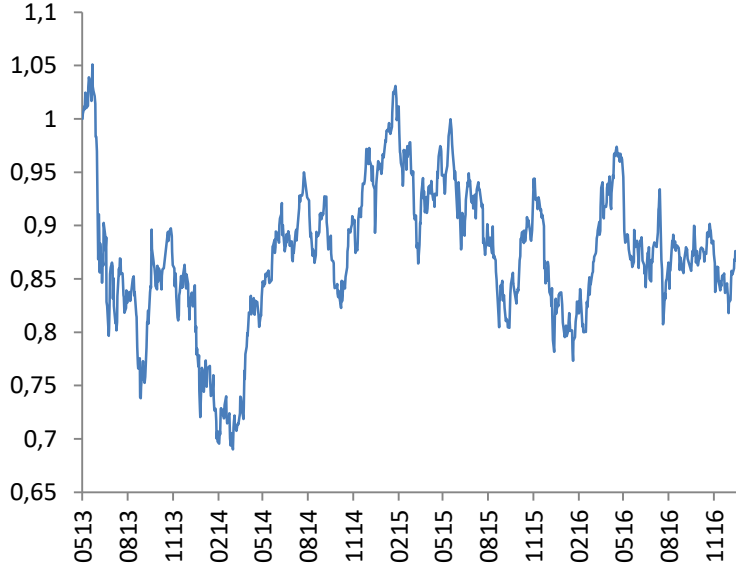
FED'in 2013 yılı Mayıs ayında miktarsal genişlemeyi sonlandıracağını açıklamasından itibaren finansal piyasalarda yeniden fiyatlanma başlamış ve bu da tahvil ve hisse senedi piyasasında sert giriş çıkışlara sebep olmuştur. Türkiye bu süreçte aşağı yönlü hareketlere daha çok maruz kalmış, 2015 yılı Kasım ayındaki seçimlerin ardından tahvil ve hisse senedine tekrar girişler başladıysa da 2016 yılının ikinci yarısından itibaren çıkışlar artmıştır (Grafik-8.4). Buna bağlı olarak BIST100 endeksi aynı dönemde kısmi değer kaybı yaşamıştır. 2016 yılı sonu itibarıyla borsa Mayıs 2013 seviyesinin gerisinde seyretmektedir (Grafik -8.5).

Grafik-8.5: Portföy Piyasası Hareketleri (Milyon TL)



Kaynak: TCMB

Grafik-8.5: BIST 100 Endeksi (Mayıs 2013=1)

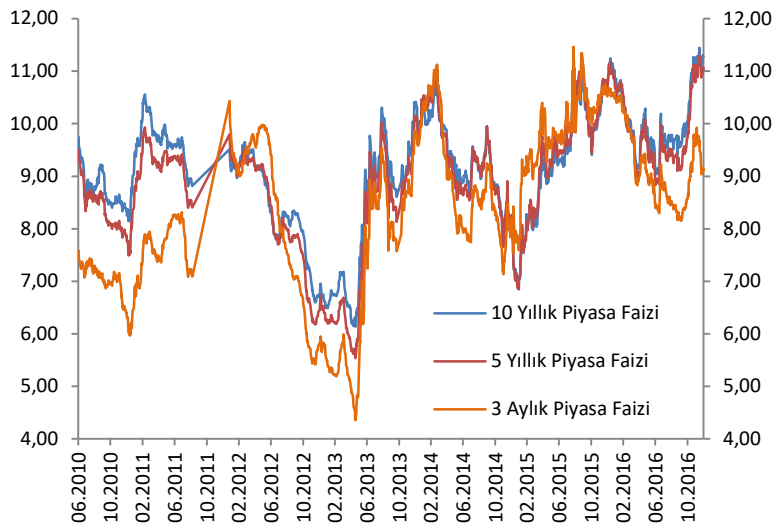


Kaynak: Bloomberg

2012 yılının sonunda tarihinin en düşük seviyesine ulaşan piyasa faizleri 2013 yılı Mayıs ayından itibaren tüm vadelerde yükselme trendine girmiştir. Takip eden zamanda piyasa faizlerinin seyri yurtdışı piyasalardaki oynaklık, yurtiçindeki politik gelişmeler, TCMB'nin politika tedbirleri ve enflasyon beklentilerine bağlı olarak değişmiştir. 2015 yılının sonundan itibaren siyasi istikrarın sağlanması FED'in

faiz artırımını sürecine beklendiğinden daha yavaş bir şekilde girmesi ve TCMB'nin faiz politikası araçlarını sadeleştirmeye başlamasıyla beraber faizler düşmeye başlamıştır. Bu dönemde yapılan faiz indirimlerine bağlı olarak kısa vadeli faizlerde daha net düşüş yaşanmıştır. 2016 yılının ikinci yarısından itibaren ise ortaya çıkan iç ve dış siyasi riskler ve yurtdışında yaşanan siyasi gelişmeye bağlı olarak faizler artmaya başlamış enflasyon beklentilerindeki bozulmaya bağlı olarak uzun vadeli faizlerdeki artış daha şiddetli olmuştur (Grafik -8.6).

Grafik 8.6: Piyasa Faizleri



Kaynak: Bloomberg

TCMB politika faizi aracılığıyla kısa vadeli faizleri ciddi oranda etkileyebilmektedir. Ancak Türkiye gibi cari açığın yüksek olduğu ve firmaların, bankaların döviz cinsinden borçlu olduğu bir ekonomide kısa vadeli faizleri uzun süre düşük tutmak sıcak paranın girişini azaltmakta ve dolayısıyla TCMB'nin baskılamadığı bütün piyasalarda faizleri artırmaktadır. Çünkü hisse senedi piyasasında olduğu gibi tahvil piyasasında da yabancı sermaye oldukça etkindir. Burada yaşanan sermaye çıkışı faizleri artırmakta ve TL'nin değerini düşürmektedir. Enflasyon başlığı altında değerlendirdiğimiz gibi TL'deki değer kaybı ise ithal ürünler üzerinden enflasyonu artırmaktadır.

Kurun değer kaybetmesinin yabancı sermaye açısından sonucu ise daha fazla faiz talebi olarak gerçekleşir. Enflasyonun yüksek olacağını tahmin eden yabancı sermaye bunu kompanse etmek adına daha yüksek faiz talep eder. Bu sebeple önümüzdeki dönemde de bu tür baskıları görme ihtimalimiz mevcuttur. Standart para politikasının bu noktada yapacağı şeyler sınırlıdır. Bununla beraber başka alternatifler gündeme alınabilir. Örnek olarak TCMB'nin doğrudan reel sektöre uygun maliyetle üretimi destekleyici kredi vermesi durumunda reel sektörün borçlanma maliyeti azalacak ve ayrıca verimli üretim yapacak firmaların önü açılacaktır. Bu durum enflasyonun düşmesine bile yol açabilir. Ancak bu tip politikalar ancak hassas bir yönetim süreciyle amacına hizmet edebilir. Aksi takdirde piyasaya fazladan TL verilmiş olacak ve bu da yine TL'nin değer kaybetmesini ve ondan sonra takip eden fasit çemberi besleyecektir.