



Finansal Koşullar Bize Ne Söylüyor?

Finansal Koşullar ve Ekonomik Aktivite

Finansal piyasalardaki gelişmeler, ekonomik aktiviteye ilişkin kıymetli bilgi içeriyor. Öncelikle finansal piyasa göstergeleri, ekonomideki finansman koşullarının işleyişine dair ipucu veriyor. Finansman koşulları destekleyici ise işletmeler, hanehalkları ve kamu kurumları ellerindeki birikimin ve gelirlerinin ötesinde yatırım ve tüketim harcamaları yapabiliyor, acil likidite ihtiyaçlarını da karşılayabiliyor. Ayrıca finansal piyasa fiyatlamaları, ekonominin potansiyeline, ekonomideki risk birikimine ve kırılganlıklara ilişkin bilgi içererek ekonomik aktörlerin gelecek planlamalarını etkiliyor. Ek olarak, finansal göstergeler ekonomik aktivite göstergelerine göre para politikası ve makroihtiyati politika kararlarından daha hızlı etkileniyor, daha yüksek frekansta ve zamanlı takip edilebiliyor, dolayısıyla öncü gösterge niteliği taşıyor. Kısacası finansal koşullar, ekonomik aktivite üzerindeki etkileri ve ekonomik aktiviteyi öngörebilmek açısından önemli role sahip. Finansal koşulların destekleyici olması ekonomik aktivitenin güçlenebileceğine, finansal koşulların destekleyici olmaktan çıkması ise ekonomik aktivitenin yavaşlayabileceğine işaret ediyor.

Para Politikası ve Finansal Koşullar

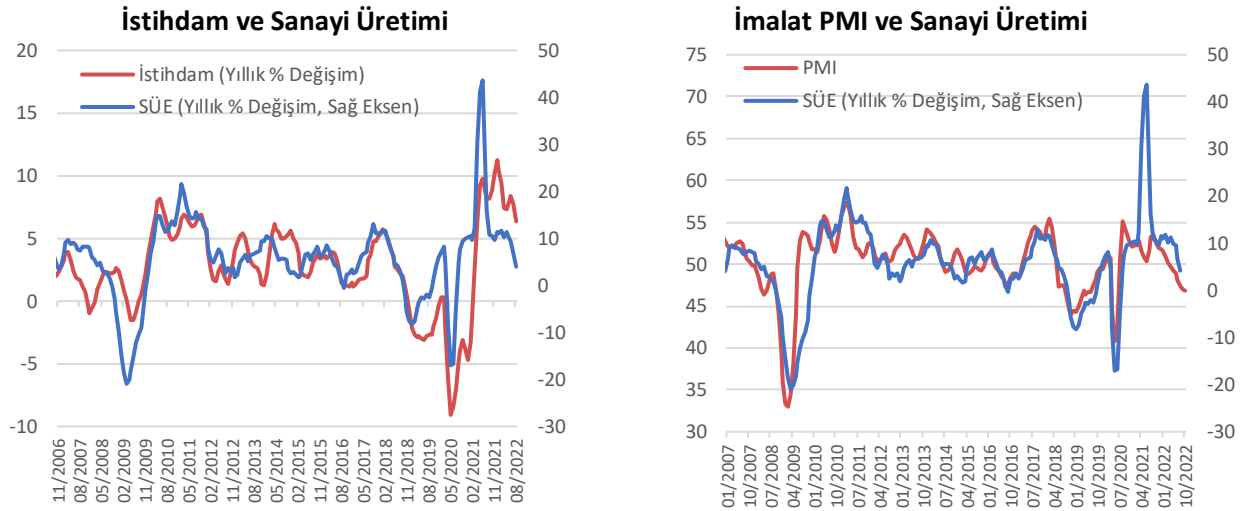
Para politikasının finansal koşullara aktarımı parasal aktarım mekanizmasının ilk aşaması. Para politikasının reel ekonomiye aktarımı ise bir sonraki adımda ve finansal koşullar üzerinden gerçekleşiyor. Bu nedenle, diğer ülke merkez bankalarında olduğu gibi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da para politikası kurulu (PPK) kararlarında finansal koşulların güncel durumunu dikkate alıyor. Örneğin 2022 yılı Ağustos, Eylül ve Ekim aylarındaki faiz indirimleri ile TCMB, reel politika faizini gerek tarihsel olarak gerekse diğer ülkelere göre düşük seviyelere getirdi ve PPK karar metinlerinde faiz indirimlerine gerekçe olarak finansal koşulların destekleyici hale getirilmesi gereğini öne sürdü. Metindeki ilgili kısım şu şekilde:

“Küresel büyümeye yönelik belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin arttığı bir dönemde sanayi üretiminde yakalanan ivmenin ve istihdamdaki artış trendinin sürdürülmesi açısından finansal koşulların destekleyici olması kritik önem arz etmektedir.”

Söz konusu cümle, finansal koşulların sanayi üretimi ve istihdam gelişmeleri açısından kritik önemde olduğunu ve mevcut durumda yeterince destekleyici olmadığını ima ediyor. Ve yine aynı metin faiz indirilerek finansal koşulların destekleyici hale getirilebileceğini varsayıyor.

Öncelikle ekonomik aktivite göstergelerinin bize ne söylediğine bakalım. TCMB'nin PPK metninde atıfta bulunduğu istihdam ve sanayi üretimi gelişmelerinin yanında imalat PMI (satın alma yöneticileri endeksi) endeksi gelişmeleri Grafik 1'de görülüyor. Gerek sanayi üretim endeksinde (SÜE) gerekse istihdam gelişmelerinde 2021 yılından 2022 yılı ortalarına kadar süren güçlü eğilimin 2022 yılı ortalarından itibaren tersine dönmeye başladığı izleniyor. Daha güncel olan İmalat PMI verisi Ekim ayı itibarıyla bu eğilimin devam ettiğini teyit ediyor. Nitekim PMI verisi Mart 2022'den bu yana (8 aydır) geriliyor ve 50 eşik seviyesinin altında seyrediyor, bir başka deyişle ekonomik aktivitede yavaşlamaya işaret ediyor.

Grafik 1. Türkiye'de Ekonomik Aktivite Göstergeleri



Kaynak: Bloomberg, TÜİK ve yazarın hesaplamaları.

Not: Serilerin 3 aylık hareketli ortalaması alınmıştır.

Başlıkta dikkatini çektiğimiz konuya dönelim: Finansal koşullar bize ne söylüyor? Bunu kolay bir şekilde anlayabilmek mümkün değil. Portföy akımları, döviz kuru ve risk primi göstergeleri son yıllarda olumsuz bir seyre işaret ederken, borsa ve özellikle faiz göstergeleri destekleyici görünüyor. Örneğin son bir yıl içerisinde TCMB'nin faiz indirimleri ve reel piyasa faizlerinin (kredi ve tahvil) negatif ve tarihsel olarak en düşük seviyelere gerilemesi para, kredi ve tahvil piyasalarında finansal koşulların gevşek olabileceğine işaret ediyor. Öte yandan aynı dönemde kredi faizleri düşük olmasına rağmen kredi büyümesi reel olarak geriliyor ve tahvil faizlerindeki düşük seyir büyük ölçüde bankalara yeni getirilen TL DİBS tutma yükümlülüğünden kaynaklanıyor. Bu kadar karmaşık sinyallerin alındığı durumda özet bir gösterge kullanmak görece avantaj sağlayabilir. Bu nedenle finansal koşulların ekonomik aktivite ile ilişkisini incelemek için bir güncel bir "finansal koşullar endeksi" (FKE) oluşturuyoruz.

Türkiye için Güncel Bir Finansal Koşullar Endeksi

Mevcut durumda Türkiye için oluşturulan, güncel olarak para politikası ve makro değişkenler ile ilişkisi düzenli olarak takip edilen bir FKE mevcut değil.¹ Bu açığı kapatmanın ekonominin yakın dönem dinamiklerini anlamamıza yardım edeceğini düşünüyoruz. Oluşturduğumuz FKE, hisse senedi piyasası, tahvil piyasası, döviz kuru, risk primi ve portföy akımlarına ilişkin veriler içeriyor. Hisse senedi piyasasına ilişkin gösterge olarak BIST100 getiri endeksi, tahvil piyasasına ilişkin olarak 2 yıl vadeli tahvil faizi ve getiri eğrisinin eğimi (10 eksi 2 yıl vadeli tahvil faizi), döviz kuruna ilişkin olarak reel sepet döviz kuru (USD ve EUR), risk primi göstergesi olarak 5 yıl vadeli CDS (Credit Default Swap rate), portföy akımlarına ilişkin olarak hisse senedi ve DİBS net portföy girişleri kullanıldı. Verilerin mevcut olduğu dönem dikkate alınarak endeks Haziran 2006-Eylül 2022 dönemi için oluşturuldu.

Endekste kullanılan değişkenlerin tarihsel gelişimi aşağıdaki grafikte yer alıyor (Grafik 2). Endekse dâhil edilmeden önce, hisse senedi getirisi ve sepet döviz kuru TÜFE kullanılarak reelleştirildi², 2 yıl vadeli tahvil faizi de 24 ay sonrası enflasyon beklentisi kullanılarak ex ante reel hale getirildi.³

Finansal koşullar endeksi temel bileşen analizi (principal component analysis, PCA) ile oluşturuldu.⁴ Veri dönüşümleri ve PCA analizinde hesaplanan faktör yükleri (büyüklüğüne göre sıralanmış şekilde) Tablo 1’de sunuluyor.

Tablo 1. FKE’ye Dâhil Olan Değişkenler ve PCA Faktör Yükleri

Gösterge	Veri Dönüşümü	Faktör Yüğü
Risk Primi (5-Yıl Vadeli CDS)	Yıllık Fark	-0.51
Hisse Senedi (BIST100) Getirisi	Reel, Yıllık % Fark	0.51
Sepet Reel Kur (USD ve EUR)	Reel Yıllık % Değişim	0.47
Getiri Eğrisi Eğimi (10-2 Yıllık Tahvil)	Yıllık Fark	0.36
Portföy Akımları (Hisse Senedi ve DİBS)	Yıllık % Değişim	0.31
2 Yıllık Tahvil	Ex ante Reel, Yıllık Fark	-0.17

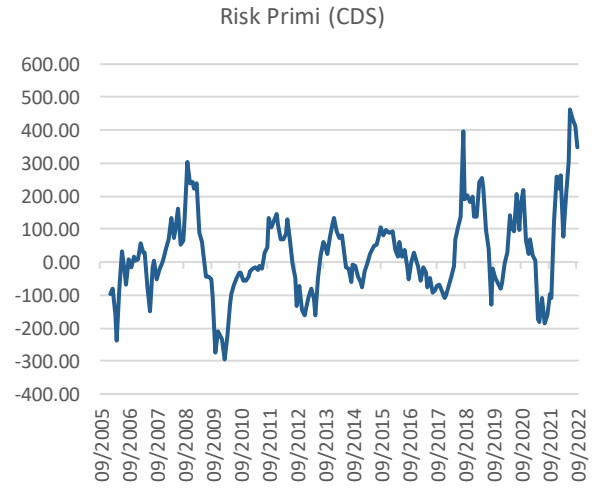
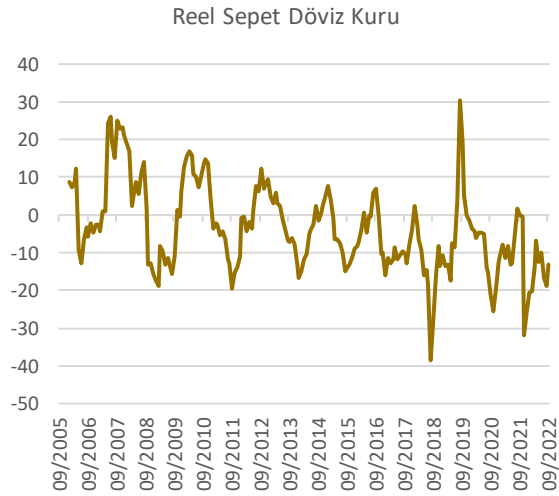
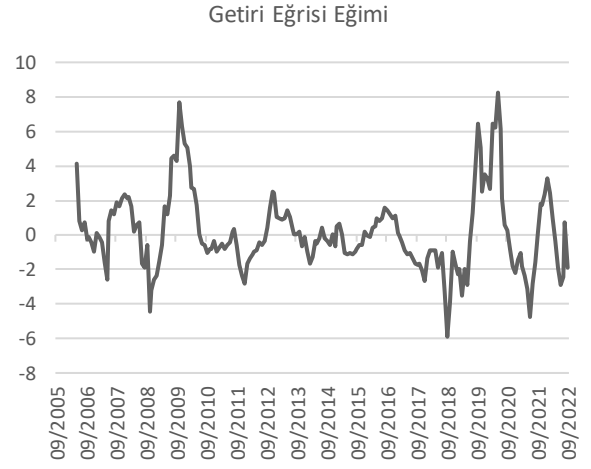
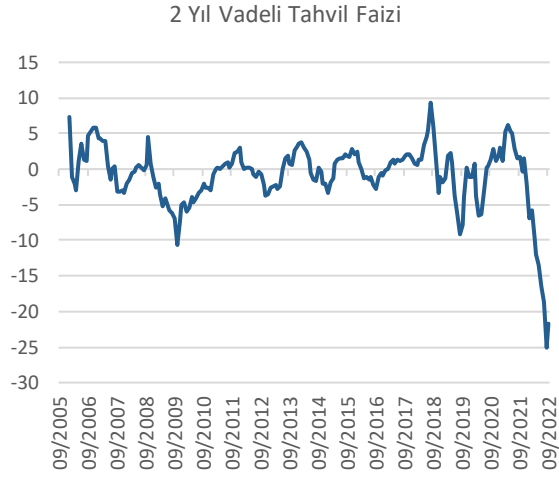
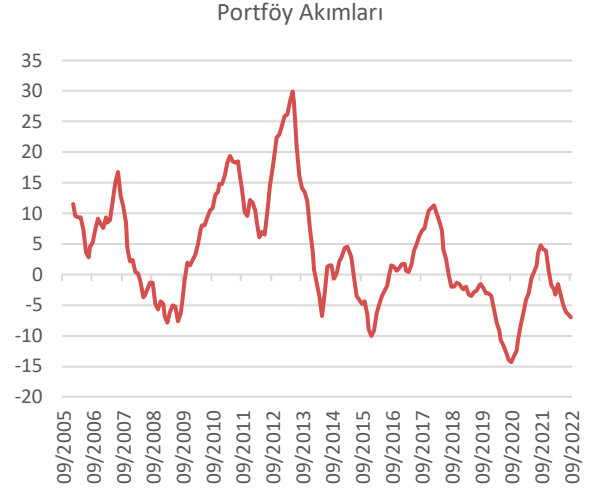
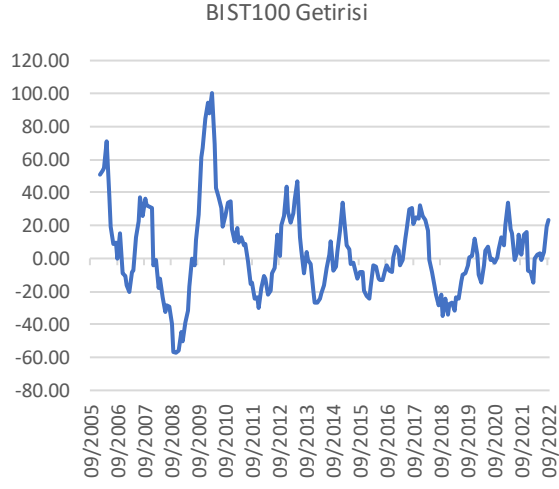
¹ TCMB ekonomistleri tarafından oluşturulan ve geçmişte bir süre enflasyon raporlarında düzenli olarak takip edilen bir FKE için bakınız: Kara A.H., Özlü P., Ünalı D. (2015), “Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi” Central Bank Review, 15(3), 41-73.

² Sepet kur USD ve EUR kurlarının ortalamasından oluşmuş olup, reelleştirilirken Türkiye’nin ABD’nin ve Avrupa Birliği’nin tüketici fiyat endeksleri kullanılmıştır.

³ Bu aşamada kredi piyasasına ilişkin değişken eklenmemesinin nedeni kredi koşullarına ilişkin değişkenlerin son dönemde farklı sinyaller vermesi (reel kredi faizleri tarihsel düşük seviyelerde ancak reel krediler geriliyor).

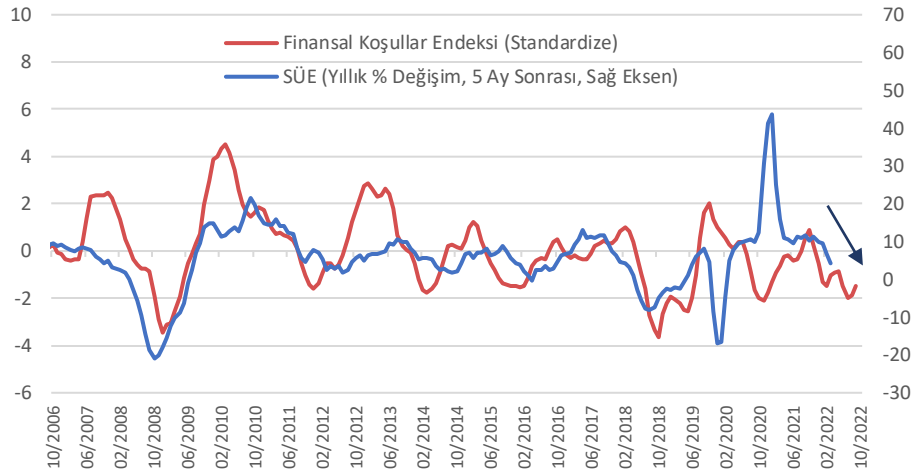
⁴ Yürütülen ek analizlerde görüldüğü üzere, finansal koşullar endeksi ilgili yazında kullanılan diğer yöntemler olan dinamik faktör modeli (DFM) veya vektör otoregresif model (VAR) kullanılarak tahmin edildiğinde de benzer bir endeks elde ediliyor ve temel bulgular değişmiyor. VAR modeli tahminlerinde değişkenlerin ağırlıkları SÜE’yi öngörü performansına göre oluşturuluyor.

Grafik 2. Endekste Yer Alan Değişkenler



FKE'nin sıfırın altında olması finansal koşulların sıkılaştırıcı, sıfırın üzerinde olması ise destekleyici olduğu anlamına geliyor. Grafik 3'te, analiz sonucu elde edilen FKE'nin SÜE'yi yaklaşık 5 ay kadar öncülediği görülüyor. Bu iki endeks, pandemi dönemi haricinde genellikle aynı yönde hareket etmiş. Pandemi döneminde ise uygulanan olağanüstü destekleyici finansal politikalar ile finansal koşullar gevşetici yönde gelişmiş. Bu durum ilgili dönemde SÜE'deki sert gerilemeyi engelleyememiş ama muhtemelen şiddetini ve toparlanma süresini azaltmış. 2020 yılı ortasında SÜE'de izlenen bu gerileme ve 2021 yılı ortasında baz etkisi kaynaklı yıllık SÜE artışı sayılmazsa SÜE ve FKE arasında aynı yöndeki ilişki devam etmiş. Günümüze geldiğimizde, 2022 yılı ilk çeyreğinden bu yana finansal koşulların sıkılaştırıcı konumda olduğu ve gerilemeye devam ettiği görülüyor. PMI endeksindeki gerileme eğiliminin yanında finansal koşulların sıkılaştırıcı konumda olması da sanayi üretiminin hızındaki yavaşlamanın önümüzdeki aylarda devam edebileceğine işaret ediyor. Son dönemde para politikası faizlerindeki gerilemenin henüz fayda sağlamadığını görüyoruz. Finansal koşullardaki gelişmeleri ve büyüme açısından ima ettiklerini önümüzdeki dönemde yakından izleyeceğiz.

Grafik 3. Finansal Koşullar Endeksi ve SÜE



Kaynaklar: Bloomberg, TÜİK ve yazarın hesaplamaları.

Not: Serilerin 3 aylık hareketli ortalaması alınmıştır.