**FİNANSAL İSTİKRAR GÖSTERGELERİ ve TÜRKİYE EKONOMİSİ: 2005’TEN GÜNÜMÜZE**

***Dr. Öğr. Üyesi Ayşe Sevencan***

Finansal istikrar gündelik yaşamda da sıklıkla duyduğumuz bir kelime olmasına karşın literatürde üzerinde kesin bir yargıya varılamamıştır. Tanımların ortak noktası ise dışardan gelen kriz ve baskılara dayanıklı olan bir finansal sistem istikrarlıdır. Bir ülkede finansal istikrar veya istikrarsızlığın olup olmadığına dair belirli verilere bakılabilir. Finansal sistemin ekonomik büyümeye etkisi Schumpeter (1911) tarafından ortaya atılmıştır. Schumpeter’e göre finansal aracı kurumlar tarafından sağlanan birkimlerin mobilize edilemesi, proje değerlendirmesi, risk yönetimi, yöneticilerin gözlemlenmesi ve işlemlerin kolaylaştırılması gibi hizmetler teknolojik innovasyon ve ekonomik kalkınma için elzemdir (Schumpeter 1911). 2000’li yıllarda dünya piyasalarındaki gelişmeler, özellikle 2009 sonrası Amerika Merkez Bankası’nın düşük faiz ve dolayısıyla düşük kur uygulaması Türkiye ve benzeri gelişen ekonomilere nakit akışını hızlandırmıştır. Türkiye finansal istikrar açısından Uluslararası Para Fonu (IMF) Finansal Güç Endeks verilerine göre gelişmekte olan ülkeler (emerging countries) statüsündedir. Bu çalışmada seçili finansal göstergelerin reel ekonomi açısından anlamları tartışılmaktadır.

Şekil 1: Kredi Faiz Oranları, Kaynak: TCMB

Finansal istikrarın göstergelerinden biri de faiz oranlarının ani değişikliklere uğramaması göre olarak stabil bir trendde bulunmasıdır. Şekil 1’de Türkiye için ticari ve şahsi kredi faiz oranları verilmektedir. Şahsi kredi genel olarak ihtiyaç, konut ve taşıt kredilerinin ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. Şekil 1’de baktığımızda belki de ilk gözümüze çarpan henüz tamamlanmamış bir çan görüntüsüdür. Diğer bir deyişle 2001 krizindeki değerlere doğru gittiğimizi görebiliriz. 2001 krizinin ardından düşmeye başlayan faizler arada 2009 krizi ile birlikte bir dalgalanma yaşasa da düşüş trendi devam etmiştir. Aslında Haziran 2018 yaşanan durum bize krizin önceden habercisi gibidir. Ticari kredi faiz oranları tüketici faiz oranlarının üzerine çıkmıştır. Temel ekonomi bilgimiz bize ekonomik büyümenin üretim ile var olabileceğini söyler. Ekonomide üretim rolü firmalarındır ve firma yatırımını borçlanarak yapar. Haziran 18’de ise üretim borçlanması teorinin aksine tüketim borçlanmasının üzerine çıkmış, diğer bir deyişle bankalar üretici finansmanı sağlamaktan çekinmiştir. Şekil 4 tablodaki üfe tüfe oranları ile birlikte okunduğunda hali hazırda pahalıya üreten üreticinin üretim maliyetleri ile birlikte borçlanma maliyeti de artmıştır. Bu sebeple Hazirandaki sapma aslında olacakların habercisidir. Bir sonraki tabloda son 3 yılın verileri yakından incelendiğinde ticari kredi oranlarındaki artış daha net görülmektedir.

Şekil 2: Kredi/GSYİH very ve trend Kaynak: BIS

2018 yılı 1. Çeyrek sonunda kredi/GSYİH oranı 85,80% e çıkmış bulunmaktadır. 2001 krizinde bu oran 31,60% dir.

Kredi açığı (credit gap) finans dışı kredilerin GSYİH ya oranı ile bu oranın uzun vadeli trendi arasındaki farka denilmektedir. Basel 2010 kriterlerine göre aşırı kredi büyümesi finansal istikrarsızlığın ana belirleyicilerinden biridir. Borio ve Lowe (2002) tarafından ilk kez Banka krizleri için önceden tehlike işareti olarak verilmiştir. Literatürde sıklıkla kullanılan trend Hodrick-Prescott Filtresidir. Aslında tek başına kredi açığı tehlike sinyali değildir. Gelişmiş ülkelerde Kredi GSYİH oranı oldukça yüksektir. Tehlike sinyali olarak görülen bu açığın uzun vadeli trendinden sapmasıdır. Her ekonominin kaynakları belirli bir büyüme oranını işaret eder, eğer ekonominin potansiyelinin üzerinde borçlanma var ise hem faizlerin yükseleceği hem de özel sektör kredilerinin uzun vadeli trendinden anlamlı derecede yüksek olduğu dönemler (kredi patlaması) genel olarak ekonomik çalkantılar ile eşleşir.

Şekil 2 deki trendden sapma problemini ve Haziran 2018 de yaşanan ticari kredi faizlerinin tüketici kredi faizlerinin üstünde seyretmesini fiyat endeksleri ile birlikte okursak daha anlamlı olacaktır. Şekil 3’te 2005 Ocak ayından 2019 Şubat ayına kadar geçen süreçte Tüketici Fiyat Endeksi ve Üretici Fiyat Endeksleri (Enerji, Ara Mallar, Sermaye Malı, Dayanıklı Tüketim Malları, Dayanıksız Tüketim Malları) değerleri gösterilmektedir. Kredi büyümesindeki artış yatırım ve üretimden ziyade tüketim ve artan üretim maliyetlerini karşılamaya yönelik ise kredilerdeki artış uzun vadede faizleri düşürmekten ziyade onları arttıracak nitelikte olacaktır. Türkiye ara malı ve enerji ithalatına dayalı üretim yapan bir ülkedir. Kurdan kaynaklanan artış öncelikli olarak üretim maliyetlerini arttırmıştır. Şekil 3’tee görüleceği üzere ana üretim girdilerinden enerji maliyetleri diğer tüm endekslerin üzerinde seyretmekte ve dahası artış hızı yükselmektedir. Dünya petrol fiyatlarındaki artışın üzerine dolar kurunda aynı dönemde yaşanan artış enerji maliyetlerini Türkiye için çok yüksek kılmaktadır. Tüketici Fiyat Endeksi’nin seyri genel olarak Üretici Endekslerinin altında kalmaktadır. Temel ekonomi analitiği üretim maliyetlerindeki artışın devam eden dönemde tüketim fiyatlarına yansıyacağını söyler. Türkiye de yükselen üretici fiyat endeksi gelecek dönemlerde enflasyonun tüketiciye daha çok yansıyacağını ve enflasyon oranlarının artmaya devam edeceğini göstermektedir.

Şekil 3: Fiyat Endeksleri, Kaynak TUIK, 2005=100

**Finansal yatırım araçlarının yıllara göre dönemsel reel getiri oranları**

Şekil 4’te Brüt mevduat reel faiz getirisi ve devlet iç borçlanma senetlerinin getirileri görülmektedir. Getiriler 2005 Yılı ocak ayı tüketici fiyat endeksi baz alınarak hesaplanmış reel veridir. Mevduat faiz getirisi 2005 yılında yıllık bazda % 10’lar civarında olan seviyelerini Kasım 2009 da 9.42% oranına çıkmasının dışında yakalayamamıştır. 2010 il çeyreğinde yaşanan ani düşüş neticesinde yıllık mevduat faizleri Şubat 2012 de -%2.25 e kadar düşmüştür. Şubat 2014 Nisan 2018 arasında ara ara 0 seviyesinin üzerine çıksa da mevduat getirilerinde anlamlı bir artış yaşanmamış 1,61 ve -2.65 arasında seyretmiştir. Temmuz 2018’de -3,85% e düşmüş Ekim 2018 de ise hızlı düşüşüne devam ederek -11,23% e düşmüştür. Şubat 2019 da halen -%6,61 yıllık reel mevduat getirisi finansal sistemin ne kadar zor durumda olduğunun göstergesidir. Devlet içi borçlanma senetlerine baktığımızda durum daha vahimdir. Ekim 2018’de Devlet içi borçlanma senetlerinin ağırlıklı ortalama reel getirisi yıllık -%30.71’e kadar düşmüştür. Devlet içi borçlanma senetleri toplumun ve yabancı yatırımcıların ekonomik beklentilerini gösteren en önemli göstergelerden biridir. Kriz ve durgunluk dönemlerinde devlet kâğıtları güvenli bir yatırım aracı olarak görülebilir. Örneğin Amerika’da 2009’dan sonra negatif faiz seviyelerine rağmen devlet iç borçlanma araçlarında reel getiri dönüşü pozitif olmuştur. Türkiye’de ise reel getiri oranındaki ani düşüş mevcut ekonomik çalkantıda devlete olan güvenin zayıf olduğunu göstermektedir.

Şekil 4: Mevduat Faizi ve Devlet iç borçlanma Senetleri Yıllık Reel Getiri

Kaynak: TUİK, 2005 Ocak Tüketici Endeksi bazlı

Şekil 5: Amerikan doları, Külçe Altın ve BIST 100 Endeksi reel yıllık getiri oranları

Kaynak: TUİK, 2005 Ocak Tüketici Endeksi bazlı

Finansal varlık reel getiri oranlarının bir kısmı Şekil 5’te gösterilmiştir. Yine TUİK veri seti kaynak alınarak 2005 Ocak ayı Tüketici fiyat endeksi baz alınmıştır. Son 14 yıllık dönemde külçe altın ve dolar getirisi yıllık bazda benzer bir seyir izlemiştir. BIST 100 endeksi getiri oranı ise dolar ve altın getirisinin düştüğü dönemlerde artmış, arttığı dönemlerde ise düşmüştür. (Tabloda gösterilememiştir fakat Euro da benzer bir seyir izlemektedir)Bu durumun temel nedeni ekonomi de çalkantı yaşandığında güvenli yatırım aracı olarak dolar ve altın kullanılmaktadır. Firmaların hisse senet fiyatları düştüğünde, muadil olarak dolar ve altına yönelme olmaktadır. Aslında nedensellik iki taraflıdır, dünya da altın fiyatları arttığında ve doların değeri yükselmeye başladığında Türkiye piyasalarında ara malı ithalatı ve enerji maliyetleri dolayısıyla zarar edeceği beklentisine girilen üretim firmaların hisse piyasasında getirileri düşmektedir. Ocak 2018 de BIST 100 endeksinin reel yıllık getirisi % 30.68’den Aralık 2018’de – 26.95%’de düşmüştür. Bir yıl içerisinde yıllık getiride bu oranda bir düşüş Türkiye de üretimin düşeceğine dair beklentinin ne kadar etkili olduğunu göstermektedir. Diğer bir değişle 2018 Ocak ayında BİST 100 endeksi içerisindeki firmaların hisse senetlerinden birini alan bir yatırımcı bir yılsonunda ortalama %27 zarar etmiştir. 2009 Küresel krizindeki zarar oranı %57 civarındadır, fakat takip eden 3 ay içerisinde %103,32 ye çıkmıştır. Benzer şekilde küresel krizi takip eden süreçte Dolar ve Altındaki ani düşüş BIST 100 endeksinin yükselişine katkıda bulunmuştur. Bu notun yazıldığı sürece kadar geçen 6 aylık dönemde hızlı bir yukarı yükseliş gözlenmemektedir.

Türkiye de öncü finansal göstergelerin açıklandığı bu çalışmada 2005 sonrası kredi GYSH açığının tüketimi teşvik eden ve artan üretim maliyetlerini karşılamaya yönelik olduğu gözlenmektedir. Kredi açığı reel ekonomik büyümeye yansıyamamıştır, artan enerji maliyetleri ve kurdaki değer kaybı Üretici enflasyonunu arttırarak gelecek dönemlerde Tüketici enflasyonunun daha hızlı artacağını ve büyümenin gerileyeceği sinyalini vermektedir. Devlet tahvillerindeki getiri oranlarındaki düşüş iç borçlanma açısından kaynak sıkıntısı yaratabilecek bir durumdur. Döviz ve altın yatırımına yönelen tasarruf sahipleri kurdaki gerilemeyi daha da ilerletebilecektir.

**Referanslar**

* Bank for International Statements, Credit to GDP Gap, <https://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm>
* Basel Committee on Banking Supervision (2010): Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Basel.
* Borio, C. and Lowe, P. (2002) Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. BIS Working Papers 114
* International Monetary Fund, Financial Soundness Indicators <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61404592>
* Schumpeter, Joseph A., The Theory of Economic Development (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1911).
* Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2019), Elektronik Veri Dağıtım Sistemi <https://evds2.tcmb.gov.tr/>
* Türkiye İstatistik Kurumu, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri <https://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm>