

QNB Finansbank-Finansal Koşullar Endeksi

Özet

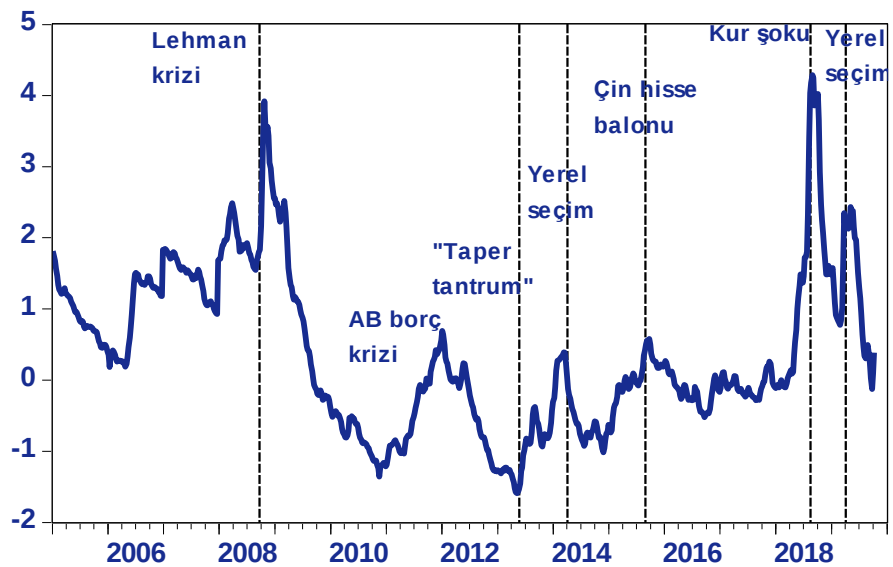
Türkiye ekonomisi için önemli finansal göstergeleri toplulaştırarak, finansal koşullardaki değişimleri gözlemlemek ve bunların makroekonomik etkilerini tahmin etmek üzere bir finansal koşullar endeksi (FKE) oluşturduk. Bu endeks 2005'ten itibaren finansal piyasalarda küresel ve yerel gelişmelere bağlı olarak yaşanan hareketlerle tutarlıdır. Ayrıca endeksin GSYH büyümesinin ana eğilimi ve iş çevrimleriyle genel olarak uyumlu olduğu ve öncü gösterge niteliği taşıdığı görülmektedir. Dahası, finansal göstergeler günlük veya haftalık frekansta açıklandığından, FKE ekonomik aktiviteyi etkileyebilecek finansal gelişmelerin gerçek zamanlı olarak takip edilmesini sağlamaktadır.

Endeks incelendiğinde, 2018 Ağustos-Eylül döneminde finansal koşulların 2008 Lehman krizi seviyesini de geçerek en sıkı dönemini yaşadığı görülmüyor. Endeksin 2018-19'da kaydettiği sıkılaşma çeyreklik GSYH büyüme oranlarıyla karşılaştırıldığında, büyüme performansının son dönemlerdeki seyrinin finansal koşullardaki sıkılığa göre bir hayli dirençli olduğu sonucuna varıyoruz. Bu sene Haziran'dan itibaren hızla gevşeyen finansal koşullar, Ekim ayı itibarı ile tarihsel ortalamasına göre nötr seviyeye yakın değerler gösteriyor.

Veriler ve yöntem

Endeksin oluşumunda yöntem bakımından ana hatlarıyla Chicago Fed'in ulusal finansal koşullar endeksini takip ettik.¹ Türkiye ekonomisine dair finansal göstergeleri Bloomberg ve TCMB'den derledik.² Kullandığımız serilerin büyük çoğunluğu 2005 yılına kadar kesintisiz gittiğinden analize bu tarihten başladık.³ Faizler için TCMB'nin 12 ay sonrasının enflasyon beklentisini kullanarak hesapladığımız reel faiz oranlarını kullandık. Tüm serileri, lineer trend varsayarak regresyon yöntemiyle trendlerinden arındırdık. Bu değerleri tarihsel ortalamalarını ve standart sapmalarını kullanarak

Grafik 1: Finansal koşullar endeksi



Kaynak: QNB Finansbank

standardize ettik. Daha sonra da dinamik faktör modeli kullanarak, göstergeler için bir ortak faktör tahmin ettik⁴. Bu yöntemde endeksi oluşturan faktörün ağırlıkları serilerin birbirleriyle olan korelasyonlarına göre hesaplanır. Diğer serilerle korelasyonu yüksek göstergelerin ağırlığı yüksek, bağımsız hareket eden göstergelerin ağırlığı düşük olur.

Kurulum itibarı ile göstergeler tarihsel eğilimleriyle uyumlu olduğunda endeks sıfır değerini alır. Bunu finansal koşulların nötr seviyesi olarak kabul ediyoruz. Eğilimlerinden sıkılaşma yönlü sapan göstergeler endekse ağırlıkları ölçüsünde yukarı, gevşeme yönlü sapanlar aşağı yönde etki eder.⁵ Endeks örneğin 0'dan 1'e yükseldiğinde, göstergeler nötr seviyeye göre ortalama 1 standart sapma daha sıkı (-1'e düşerse de daha gevşek) finansal koşullara işaret etmektedir.⁶

Finansal koşullardaki gelişmeler

FKE'nin tarihsel gelişimine baktığımızda (Grafik 1), finansal koşullardaki en belirgin sıkılaşmanın 2018 Ağustos-Eylül dönemindeki finansal çalkantı sırasında yaşandığını görüyoruz. Bunun öncesinde 2008 Lehman krizinde de endeksin benzer seviyelere çıktığı, fakat kriz sonrası küresel para politikalarındaki genişlemeye paralel olarak ekşiye kadar gerilediği görülüyor. Genel eğilim itibarı ile 2009-2018 arasında finansal koşullar önceki döneme göre belirgin şekilde gevşek seyretti. Bu dönemde 2010-11'de yaşanan AB borç krizi, 2014 başında yerel seçimler öncesindeki siyasi belirsizlikler, 2015'te Çin piyasalarındaki çalkantılar gibi gelişmeler, geçici sıkılaşmalara yol açtı.

FKE 2013 Mayıs ayında, dönemin Fed Başkanı Bernanke'nin parasal genişlemenin tersine döneceğine işaret eden konuşmasının hemen öncesinde, en düşük seviyeyi gösteriyor. Bernanke'nin konuşmasından itibaren başlayan süreçte ("taper tantrum") finansal koşulların Türkiye için giderek daha az destekleyici olduğu görülüyor. 2018'deki büyük şokun ardından 2018 sonu ve 2019 başında bir miktar gevşeme olduktan sonra, yerel seçim dönemini içeren Mart-Haziran arasında belirgin bir sıkılaşma daha kaydedildi. Daha sonra Fed ve ECB'nin genişlemeci para politikası adımları, azalan siyasi belirsizlikler ve ardından yapılan TCMB faiz indirimlerinin sonucunda, finansal koşullarda belirgin gevşeme oldu. Endeksin 2019 Eylül sonunda nötr seviyesinin hemen altına kadar gerilediği, Ekim ayında ise bu seviyenin biraz üzerine geldiği görülüyor.

Finansal koşullar ve ekonomik aktivite

GSYH verileriyle karşılaştırıldığında FKE'nin, GSYH büyümesinin ana eğilim ve iş çevrimleriyle genel olarak uyumlu olduğu ve öncü gösterge niteliği taşıdığı görülüyor. (Grafik 2) Genel eğilim itibarı ile finansal koşulların gevşek olduğu 2009 sonrası dönemde büyüme ortalamasının da yüksek olduğu, 2013 sonrasında finansal koşullardaki sıkılaşmaya paralel olarak büyüme eğiliminin de yavaşladığı görülüyor. Kısa dönemde ise, FKE ve büyüme oranları arasında yer yer kopukluk olabildiği ama genelde göstergelerin beraber hareket ettiği görülüyor.

Grafik 2: Finansal koşullar endeksi ve GSYH büyümesi (MTEA)



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

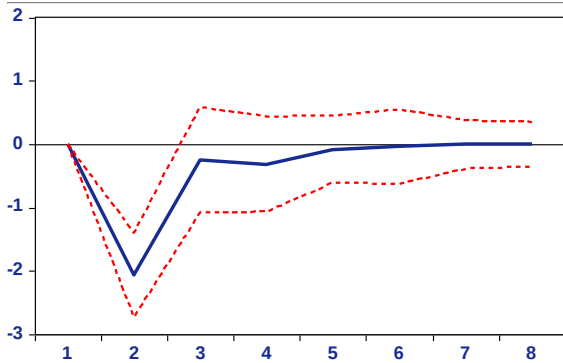
FKE ve GSYH büyümesi arasında belirgin bir ayrışma 2016 yılında göze çarpıyor. Darbe girişiminin olduğu ve turizmde belirgin bozulmanın yaşandığı bu yılın üçüncü çeyreğinde, olumlu küresel konjonktür ve TCMB'nin destekleyici politika adımlarına rağmen, GSYH'de sert bir daralma yaşandı. Ekonomik temellerle ilişkili olmayan bu daralma ertesi çeyrekteki yüksek büyümeyle telafi edilmişti. GSYH daralmasının finansal koşullarla orantısız gibi görüldüğü bir dönem de 2014-2. Çeyrek olarak görünüyor. Yerel seçimler öncesi belirsizliklerin yüksek olduğu ve TCMB'nin parasal sıkılaşma yaptığı o senenin ilk çeyreğinde endekste belirgin bir düşüş var. Fakat takip eden çeyrekteki GSYH düşüşü buna oranla oldukça sert gibi duruyor. Bu hareket 2014-1. Çeyrekte GSYH'ye özgü sebeplerden yüksek gelen büyümenin düzeltilmesinden kaynaklanıyor olabilir.

Son yıllarda ise, 2018'de finansal koşullarda görülen ani ve büyük sıkılaşmaya oranla, GSYH'deki düşüşün sınırlı kaldığı ve 2019'un ilk yarısında çeyreklik bazda %1'in üzerinde (ilk çeyrek %1.6 ve ikinci çeyrek %1.2 oranlarında) büyüme oranlarının yakalandığı görülüyor. KFE'den hareketle, bu sene ikinci çeyrekteki sıkılaşmanın çeyreklik GSYH büyümesini üçüncü çeyrekte aşağı çekmesi ve son çeyrekte toparlanma olması beklenebilir. Bu görünüm yakın zamana kadar bizim kısa dönemli büyüme tahminlerimizde baz senaryomuzu oluşturmuyordu. Fakat PMI, reel sektör güven endeksi ve kapasite kullanım oranı gibi büyümeyle doğrudan ilişkili göstergelerin üçüncü çeyrekte artması, ekonomik aktivitenin finansal sıkılaşmaya karşı dirençli kaldığını düşündürüyor. Bu olumlu performansta, dış talebin ihracat ve turizm yoluyla büyümeye belirgin katkı yapmasının da etkili olduğunu değerlendiriyoruz.

Görsel incelemenin ötesinde, KFE ve GSYH büyümesi arasındaki etkileşimi 2009-2019 dönemi için ekonometrik yöntemlerle analiz ettik⁷. Granger nedensellik testi göstergeler arasında KFE'den büyümeye doğru istatistiksel olarak anlamlı bir etki olduğunu gösterirken, büyümeden KFE'ye böyle bir ilişki tespit edemedik. Vektör otoregresyon (VAR) modeli kullanarak yaptığımız etki-tepki analizine göre ise, KFE'deki 1 birimlik artış (sıkılaşma) bir dönem gecikmeli olarak çeyreklik büyümeyi ortalama 2 yüzde puana yakın aşağı çekiyor. Bunun etrafında %95 seviyesinde +/- 0.6 puanlık bir güven aralığı bulunuyor. Etki sonraki çeyreklerde zayıflayarak, istatistiksel olarak anlamlı olmaktan çıkıyor. (Grafik 3) Varyans çözümü analize göre ise, KFE gecikmeli değerleriyle beraber GSYH büyümenin varyansının %50'ye yakınına açıklıyor. (Grafik 4)

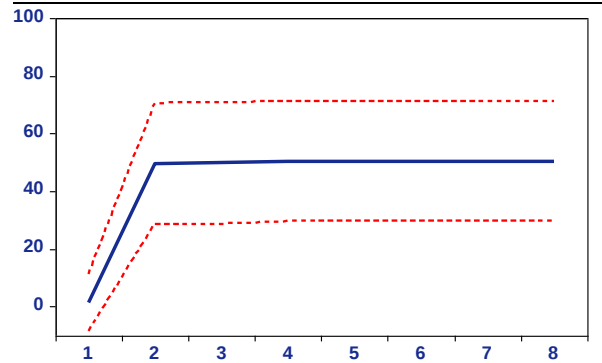
Sonuç olarak, KFE finansal göstergelerin GSYH büyümesi üzerinde hem istatistiksel, hem de ekonomik açıdan anlamlı etkisinin olduğunu göstermektedir. Dahası finansal göstergeler günlük veya haftalık frekansta açıklandığından, endeks bu etkinin gerçek zamanlı olarak takip edilmesini sağlamaktadır.

Grafik 3: Çeyreklik büyümenin tepki fonksiyonu ve +/- 2 st. sapma (KFE'ye 1 birimlik şok)



Kaynak: QNB Finansbank

Grafik 4: Büyümenin varyansında KFE'nin açıklayıcılığı (%) ve +/- 2 st. sapma



Kaynak: QNB Finansbank

Kaynakça

Brave, S. ve R. A. Butters, 2011, "Monitoring financial stability: A financial conditions index approach", Economic Perspectives, 35/1, 22-43.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1758783

Doz, C., D. Giannone ve L. Reichlin, 2006, "A quasi maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models", European Central Bank, çalışma tebliği, No: 674.

Solberger, M. ve E. Spanberg, 2019, "Estimating a dynamic factor model in Eviews using the kalman filter and the smoother", Computational Economics,

<https://doi.org/10.1007/s10614-019-09912-z>

Notlar:

¹ Finansal koşullar endeksinin hesaplanmasına dair bilgi için Brave ve Butters (2011) makalesine bakınız.

² Göstergeler: USD/TRY, EUR/USD, 5 yıllık CDS primi, BIST 100 endeksi, tarihsel 1 aylık kur volatilitesi, ima edilen 1 aylık kur volatilitesi, 1 aylık risk reversal, swap faizleri (1 ay, 1 yıl, 5 yıl, 1-5 yıl), TCMB fonlama maliyeti, swap faizi-fonlama maliyeti farkı, 1-3 aylık mevduat faizi, kredi faizleri (tüketici, ihtiyaç, ticari), kredi-mevduat faiz farkları.

³ Diğerlerinden farklı olarak, tarihsel kur volatilitesi 2007'den, TCMB fonlama maliyeti 2011'den başlıyor. Kullanılan model eldeki verileri kullanarak tarihsel dinamiklere göre eksik değerleri doldurduğundan, verinin tam olmadığı seneler için de endeks oluşturulabiliyor. Biz de 2008 küresel kriziyle karşılaştırma yapabilmek için, endeksi bu dönemi de içine alacak şekilde geriye götürdük.

⁴ Doz vd. (2006) çalışmasına dayanan dinamik faktör modelini, biz Solberger ve Spanberg (2019) makalesini takip ederek tahmin ettik.

⁵ Faizler, CDS, döviz kuru ve oynaklık göstergelerinde yükseliş sıkılaşmaya, düşüş gevşemeye işaret ederken; BIST 100 endeksi ve kredi-mevduat farkı gibi göstergelerde tersi geçerlidir.

⁶ Normal dağılıma sahip bir veri kümesinde, bir standart sapma verilerin yaklaşık %68'ini, iki standart sapma %95'ini, üç standart sapma %99.7'sini kapsar. Farklı dağılımlarda oranlar değişse de, her durumda yüksek sapmalar niceliksel olarak nadir gözlemlere işaret etmektedir.

⁷ 2016'da GSYH verilerine yapılan yöntem değişikliği sonrası 2009 öncesi veriler sınırlı oranda revizyona tabi tutulduğundan, analizde bu tarihten sonraki verileri dikkate almayı tercih ettik. 2005 sonrası dönemin tamamı dikkate alındığında, VAR modelinde endeksin büyümenin varyansındaki açıklayıcılığı %35'lere gerilemektedir. Etki-tepki analizinde, büyümenin ortalama tepkisi değişmemekte, fakat tepki fonksiyonunun etrafındaki güven aralığı bir miktar genişlemektedir. Bunların dışında farklı analiz dönemleri seçildiğinde sayısal sonuçlar bir miktar değişse de, sonuçlarda çok büyük ve niteliksel bir farklılık bulunmamıştır.

Bu rapor, QNB Finansbank Hazine Bölümü ekonomistleri tarafından müşterilerini bilgilendirmek amacıyla düzenlenmiştir. Raporun QNB Finansbank ile ilişkili bir kuruluşun müşterisi tarafından kullanılabilirliği, alan kişi ve bu kuruluş arasındaki akdi ilişkiye tabi olacaktır. Bu raporda sunulan bilgi, yorum ve tavsiyeler raporu hazırlayanların görüşlerini yansıtmakta olup yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında değildir. Mali durum ile risk ve getiri tercihlerinin çeşitliliğini göz önünde bulundurunca sadece bu raporda yer alan görüşlere dayanarak verilecek yatırım kararları beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapordaki bilgilerin derlenmesinde güvenilirliğine inanılan sağlam kaynaklardan faydalanılmıştır; ancak bilgilerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiştir. QNB Finansbank bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve doğabilecek hatalarda sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda sunulan bilgiler üzerinde önceden belirtilmeksizin değişiklik yapma hakkı saklıdır. QNB Finansbank ve ilişkili kuruluşlar ile bu kurumlarda çalışan personel araştırma raporlarında sözü edilen menkul kıymetlere yatırım yapabilir ve zaman içerisinde pozisyonlarını değiştirebilir. Bu raporda yer alan bilgilerin bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz ya da dağıtılamaz.