

2020 yılında likidite nasıl seyredecek?

H. Erkin Işık, CFA

+(90) 212 318 5096

hasanerkin.isik@qnbfinansbank.com

Deniz Çiçek

+(90) 212 318 5086

deniz.cicek@qnbfinansbank.com

Bankacılık sisteminin TL likiditesi, kısa vadeli faizlerin hangi seviyede oluşacağı, para politikası aktarımının nasıl çalışacağı ve parasal duruş konusunda önemli olmaktadır. Piyasada likiditenin bol olması durumunda, kısa vadeli faizler daha düşük seviyelerde oluşmakta ve bankalar daha kolay kredi vermektedir. Buna karşılık, TL likiditesinin bol olması aynı zamanda, mevduat faizlerinin düşmesi ile dolarizasyonu da teşvik edebilmekte ve bu kanaldan kurlar üzerinde yukarı yönlü risk yaratabilmektedir.

TCMB son iki seneye kadar, yıllık olarak Aralık aylarında açıkladığı Para ve Kur Politikası raporunda, yıl içerisindeki likidite gelişmelerini özetleyen bir tablo yayınlardı. Son iki senedir yayınlanmayan bu tabloyu biz son açıklanan verilerle hesapladık. Ayrıca, 2020 Yılı Para ve Kur Politikası raporunda TCMB'nin önümüzdeki seneye yönelik çizdiği çerçeve, Hazine'nin Finansman Programı ve Yeni Ekonomi Programı'ndaki hedef ve tahminler doğrultusunda, önümüzdeki sene likiditenin nasıl bir seyir izleyeceğini inceledik. **Buradaki tahminlerimizin, ekonomi ve piyasa gelişmeleri ile buna TCMB ve Hazine'nin vereceği tepkilere göre belirgin olarak değişebileceğine dikkat çekmek isteriz. Bu yüzden de çalışmamızı bir tahminden çok, fonlamanın nelerden etkilendiğini anlamaya yardımcı olacak bir senaryo analizi olarak değerlendirmesinin doğru olacağını düşünüyoruz.**

Fonlama ihtiyacı nasıl hesaplanır?

TCMB bankaların fonlama ihtiyacını temel olarak iki kanaldan karşılamaktadır. Bunların ilki, **TCMB'nin açık piyasa işlemleridir (APİ)**. Normal zamanda fonlama 1 haftalık ihaleler yoluyla, politika faizinden yapılmaktadır. Ancak kurlarda ani artış görüldüğü dönemlerde olduğu gibi müdahale ihtiyacı doğarsa, 1 haftalık ihale miktarı azaltılarak bankaların gecelik borç verme kanalını kullanmaları sağlanmaktadır. Bu fonlama kanalının faizi de politika faizinin 150 baz puan üzerindedir. Bunun tam tersi olarak, bankaların likidite fazlası olması durumunda ise, politika faizinin 150 baz puan altından TCMB'ye gecelik repo yapılabilir.

Bunun dışında TCMB, **swap ve depo işlemleri ile de bankaların likidite pozisyonunu etkilemektedir**. 2017 yılında başlayan ve Mart 2019'a kadar devam eden TL depo karşılığı döviz depo işlemleri bankaların TL likiditesini azaltırken, Mart 2019'dan itibaren yoğunluk kazanan swap işlemleri TL likiditesi sağlamaktadır. Bu swap işlemlerinin sınırlı bir bölümünü oluşturan ihaleler günlük olarak açıklanmakla birlikte, esas ağırlıklı bölümünü oluşturan BIST swap miktarı ancak aylık bazda ve gecikmeli olarak hesaplanabilmektedir.

TCMB'nin APİ, swap ve depo yoluyla yaptığı işlemlerin toplamı, bankaların fonlama ihtiyacını yansıtmaktadır. Aşağıda incelediğimiz gibi, fonlama ihtiyacını etkileyen gelişmeler olması durumunda bankalar, bu kanalların birini kullanarak TCMB'den kısa vadeli borçlanma/borç verme miktarlarını değiştirmektedirler.

Fonlama ihtiyacını neler etkiler?

Bankaların fonlama ihtiyacı temel olarak parasal büyüklüklerdeki gelişmeler ile TCMB ve Hazine'nin işlemlerinden etkilenmektedir.

İlk olarak parasal büyüklüklerden başlarsak, **emisyon ve serbest mevduattaki artış likidite ihtiyacını artırmaktadır**. Dolaşımdaki efektif TL tutarını yansıtan emisyon hacmi, ekonominin canlı olduğu dönemlerde veya harcama eğiliminin yüksek olduğu dönemlerde artmaktadır. Örneğin uzun süreli bayram tatilleri öncesinde emisyon hacmi artarak, bankaların likidite ihtiyacını dönemsel olarak yükseltmektedir. Serbest mevduat

ise bankaların TCMB’de tuttukları TL zorunlu karşılık (ZK) tutarıdır. Bu tutar, TCMB’nin ZK politikası kadar, mevduat miktarını etkileyen gelişmelere de bağlıdır.

Bankaların TL likidite ihtiyacı TCMB’nin işlemlerinden de etkilenmektedir. Burada en önemli kalem döviz işlemleridir. TCMB’nin aylık olarak açıkladığı reeskont kredileri kanalı ile döviz alımları TL likidite ihtiyacını azaltırken, kamu kurumlarına ve diğer döviz satışları likidite ihtiyacını arttırmaktadır. Bunun yanında, TCMB’nin piyasadan ihaleler yoluyla yaptığı tahvil alımları fonlama ihtiyacını azaltmaktadır. TCMB APİ işlemleri için bankalardan faiz tahsil etmekte, buna karşın TL ZK için faiz ödemektedir. Bu işlemlerin netinde tahsil edilen faiz de bankaların likiditesini düşüş yönünde etkilemektedir.

Son olarak da **Hazine işlemleri bankaların likiditesi üzerinde etkili olmaktadır.** Burada son yıllardaki en etkili kalem, TCMB’nin Hazine’ye aktarımlarıdır. Önceki senelerde kar ve kurumlar vergisi kanalıyla yapılan transferlere bu sene, tek seferlik olarak ihtiyat akçesi aktarımı da eklenmiştir. Bunun dışında Hazine’nin TL cinsi net borçlanması ve faiz dışı fazla vermesi de bankalardan, Hazine’nin TCMB’deki hesabına bir aktarım anlamına geldiği için TL likiditesini azaltmaktadır.

Fonlama ihtiyacı 2019’da nasıl değişti?

Bu senenin fonlama ihtiyacındaki gelişmeleri, en son swap verisi Ekim sonu için açıklandığından, yılın ilk 10 ayı için inceledik. **2018 sonunda 93.1 milyar TL olan toplam fonlama ihtiyacı, Ekim itibarıyla 120.7 milyar TL’ye çıkmıştır.** 2018 sonunda depo işlemleri sebebiyle bu kanaldan 8.6 milyar TL’lik likidite çekilirken, Ekim sonunda swap işlemleri kanalıyla 82.9 milyar TL sağlandığını hesaplıyoruz. Bu doğrultuda, swap ve depo işlemlerinin toplamı yılın ilk 10 ayında 91.5 milyar TL’lik likidite sağlamıştır. Bu doğrultuda, TCMB’nin net APİ fonlaması da 63.9 milyar TL gerileyerek 37.8 milyar TL olmuştur. (Tablo 1)

TCMB, 2020 yılı Para ve Kur Politikası raporunda, en son 4 Aralık itibarıyla fonlama ihtiyacının 111.7 milyar TL olduğu söylenmektedir. Bu tarihte net APİ fonlaması 29.5 milyar TL seviyesindedir. Bu doğrultuda toplam swap fonlaması da 82.2 milyar TL (14.3 milyar dolar) seviyesinde bulunmaktadır.

Bu sene Hazine ile ilgili işlemler TL likiditesine belirgin olarak genişleme yönünde etki etmiştir. Yılın ilk 10 ayındaki 14.6 milyar TL’lik faiz dışı açık (özelleştirme gelirleri dâhil) ve 4.8 milyar TL’lik TL cinsi net borç itfasının yanında, 87.9 milyar TL’lik TCMB’den aktarımlar kanalıyla bankaların fonlama ihtiyacı 107.3 milyar TL düşmüştür.

Buna karşın, TCMB işlemleri tam tersi yönde etki etmiştir. Özellikle döviz işlemlerinin 111.8 milyar TL’lik sıkılaştırıcı etkisi olmuştur. Burada, reeskont kredileri kanalıyla yapılan döviz alımlarından 106.1 milyar TL’lik TL likiditesi sağlanmasına karşın, bizim hesaplamamıza göre döviz satışları ile likidite 218 milyar TL civarında daralmıştır. Ayrıca faiz tahsilatları da likiditeyi 13.4 milyar TL daraltırken, DİBS alımlarının 2.1 milyar TL’lik sınırlı bir genişlemeci etkisi olduğunu hesaplıyoruz. Sonuç itibarıyla TCMB işlemlerinin toplamı Ekim itibarıyla fonlama ihtiyacını 123.1 milyar TL arttırmıştır.

Parasal büyüklüklerdeki artış bu sene nispeten sınırlı kalmıştır. Emisyon hacmi, ekonomideki kısmi canlanma ile yılın ilk 10 ayında %14.6 artışla (19.4 milyar TL) 151.6 milyar TL’ye çıkmıştır. Diğer taraftan, TCMB’nin TL ZK oranlarını düşürmesi ve kredi büyümesi %10-20 arasında olan bankalara daha da düşük oranlar uygulaması ile bankalar serbest mevduatı 11.9 milyar TL gerileyerek 25.5 milyar TL olmuştur.

Fonlama ihtiyacı 2020’de nasıl seyreder?

2020 yılı sonunda TL fonlama ihtiyacının nasıl şekilleneceğini tespit etmek için, likiditeyi etkileyecek kalemleri tek tek inceledik. Burada, TCMB’nin 2020 Yılı Para ve Kur Politikası, Hazine’nin Finansman Programı ve Yeni Ekonomi Programı’ndaki hedef ve tahminleri kullandık.

Parasal büyüklüklerin 2020 yılında fonlama ihtiyacını arttıracaklarını tahmin ediyoruz. Emisyon hacminin, ekonomik aktivitenin toparlanma eğiliminde kalması ile nominal GDP büyümesi ile uyumlu olarak %15 civarında (20.4 milyar TL) artacağını tahmin ettik. Bankaların TCMB’de tuttukları serbest mevduat miktarı ise, Rezerv Opsiyon Mekanizmasına (ROM) yönelik kararlar, mevduat büyüme hızı ve bankaların ne ölçüde kredi büyüme hedefini tutturarak ZK avantajından yararlandığına bağlı olacaktır.

Bankalar ROM çerçevesinde, TL ZK yerine TCMB’ye döviz ZK verebilmektedirler. Bu sayede bankalar, 15 Kasım başlangıç tarihli ZK döneminde normalde 53.9 milyar TL ZK tutmaları gerekirken, ROM imkanı ile 19.3 milyar TL tutmaktadırlar. Bunun karşılığında da 8.9 milyar dolar karşılığı altın ve döviz TCMB’ye aktarılmıştır. TCMB 2020 Yılı Para

ve Kur Politikası raporunda, ROM imkânının kademeli olarak azaltılacağını söylemektedir. Bu imkân tamamen kalkarsa TL ZK mevcut durumda 34.6 milyar TL artacaktır. Ancak, **bizim hesaplamamıza göre, 15 Kasım itibarıyla bankacılık sektörünün ZK yükümlülük payı olarak ancak %45'lik kısmı %10-20 kredi büyüme hedefini tutturmuş ve ZK avantajından yararlanmaktadır.** (TCMB bu sene yaptığı düzenleme ile TL kredi büyümesi %10-20 arasında olan bankaların TL mevduatta ZK oranını 3 aya kadar vadede 5, 3-6 ay vadede de 2 puan düşük uygulamaya başlamıştı. Sonrasında ise bundan yararlanma şartları değiştirilmiştir. Ayrıntılar için [link](#)) Orta vadede daha fazla bankanın bu imkândan yararlanacağını düşünüyoruz ki bu da TCMB'de tutulması gereken ZK miktarını azaltacaktır. Önümüzdeki sene ROM imkânının kalkması, buna karşın bankacılık sektörünün %70'lik kısmının yeni kredi büyüme hedefini tutturması durumunda, TCMB'deki serbest imkânın 25.5 milyar TL artarak 45.9 milyar TL olacağını tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, **parasal büyüklüklerin önümüzdeki sene bankacılık sektörü likiditesini 42.9 milyar TL azaltacağını öngörüyoruz.**

TCMB işlemleri ise fonlama ihtiyacını düşürecek gibi gözükmemektedir. TCMB Para ve Kur Politikası raporunda, reeskont kredilerinin döviz rezervlerine katkısı bu sene için 22.5 milyar dolar, 2020 yılında 26 milyar dolar olarak öngörülmüştür. Buna karşın, kamu kurumlarına döviz satışları devam edecektir. Kamuya satış son 12 aydaki 6.3 milyar dolar seviyesinde kaldığını varsayarsak, net döviz alımı 20 milyar dolar civarında olabilir. Bu da **döviz işlemlerinin, burada saydıklarımız dışında işlem olmazsa, TL likidite ihtiyacını 118.6 milyar TL azaltabileceğini düşündürmektedir.**

TCMB, 2019 yılı için 18.9 milyar TL olarak belirlenen **DİBS portföy büyüklüğünün, 2020 yılında azami TCMB analitik bilanço aktif toplamının %5'i olarak belirlemiştir.** 3 Aralık itibarıyla analitik bilanço büyüklüğü 627 milyar TL olduğu dikkate alınınca, şu an için üst limit 31.4 milyar TL olarak hesaplanmaktadır. TCMB'nin mevcut tahvil portföyünün 18.4 milyar TL olduğunu dikkate alırsak, önümüzdeki dönemde piyasaya bu kanaldan en azından 13 milyar TL civarında ek likidite sağlanacaktır. Ayrıca TCMB'nin bilançosunun enflasyon ve parasal genişlemenin etkisiyle büyümesi durumunda, DİBS alım üst limiti de yukarı gelecektir.

Bunların dışında, hem fonlama ihtiyacının sene içerisinde kademeli olarak düşmesi, hem de faizlerin gerilemesi ile **TCMB'nin faiz tahsilatının, bu seneki 13.4 milyar TL'den 2020 yılında 4.8 milyar TL'ye gerileyeceğini** tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, TCMB işlemlerinin TL likidite ihtiyacını 126.8 milyar TL azaltacağını hesapladık.

Hazine işlemleri açısından en belirleyici kalem, yine TCMB'nin aktarımları olacaktır. TCMB'nin vaziyet bilançosunda göre 29 Kasım itibarıyla 50.7 milyar TL'ye ulaşan 2019 kârı, son 6 haftada 15.5 milyar TL yükselmiştir. Bu hızda devam ederse yılın toplam kârı, 5.5 milyar TL'lik ihtiyat akçesi de eklendikten sonra 65 milyar TL'ye ulaşabilir. Bu durumda, bu tutarın %10'luk kısmı 2020 için ihtiyat akçesi (6.6 milyar TL) olarak ayrılacak, kalanın da %20'si kurumlar vergisi (11.8 milyar TL) olarak ödenecektir. Kalan kısım da (47.2 milyar TL) çok büyük ölçüde kar transferi olarak Hazine'ye aktarılacaktır. Bu da fonlama ihtiyacını toplamda 59 milyar TL azaltacaktır.

Hazine'nin 2020 yılı finansman programında, iç borç itfalarının 287 milyar TL olduğu söylenmektedir. Buna karşılık 299.6 milyar TL'lik iç borçlanma hedeflenmektedir. İtfanın 4.3 milyar dolarlık kısmının döviz ve altın cinsinden olduğunu tahmin ediyoruz. Bu itfanın, aynı miktarda döviz tahvili ile yenilendiğini varsayarsak, **Hazine'nin net TL cinsi borçlanması 12.6 milyar TL olacaktır ki bu da fonlama ihtiyacını arttıracaktır.** Döviz borçlanmanın daha fazla olması durumunda, net TL borçlanma düşeceği için fonlama ihtiyacındaki artış da aynı ölçüde daha az olacaktır. Son olarak da **2020 merkezi yönetim bütçesindeki 0.1 milyar TL'lik faiz dışı fazla hedefi dikkate alındığında, bu kanaldan likidite üzerinde fazla bir etki gelmeyeceği** anlaşılmaktadır. Sonuçta Hazine işlemlerinin fonlama ihtiyacını 2020 yılında 46.3 milyar TL azaltacağını düşünüyoruz.

Parasal büyüklüklerdeki değişimlerle, TCMB ve Hazine işlemlerine yönelik projeksiyonlarımızı birleştirdiğimizde, toplam fonlama ihtiyacının 130 milyar TL gerileyerek, sınırlı miktarda da olsa fazlaya döneceği görülmektedir. (Tablo 1)

Para politikası duruşu ve rezervler nasıl etkilenir?

Hatırlanacağı gibi Merkez Bankası'nın 2001 yılında Kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan satın aldığı DİBS'ler, daha sonraki yıllarda ise yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008'e kadar sürmüştür. Mayıs 2008'den itibaren ise piyasada likidite sıkışıklığı oluşmuştu ki bu durum halen de devam etmektedir.

Fonlamanın tekrar fazlaya dönmesi, para politikası uygulaması açısından da önemli değişiklikler getirecektir. Bu durumda, politika faizinin 150 baz puan altında olan TCMB'nin ON borçlanma oranı, gösterge faiz olacaktır. Ancak, mevcut durumda TCMB'nin ortalama fonlama faizi, piyasa yapıcısı bankalara bir miktar repo fonlamasının politika faizinin 100 baz puan altından sağlandığı için, zaten politik faizinin 30-40 baz puan altında seyretmektedir. Bu durumda, ortalama fonlama faizi açısından düşüş 110-120 baz puan olacaktır. Yine de TCMB böylesi bir faiz indirimi yapmak istemezse, ters repo işlemleri, swap hacminin azaltılması ve ZK düzenlemeleri ile toplamda likiditenin yine ekside kalmasını sağlayabilir ve kısa vadeli faizlerin bu şekilde gerilemesini engelleyebilir.

Yukarıda incelediğimiz senaryodaki işlemlerin, döviz rezervleri üzerinde de etkisi olacaktır. TCMB BIST piyasasındaki toplam swap miktarının 4 Aralık itibarıyla 13.3 milyar dolar olduğunu açıklamıştır. Bunun üzerine, ihaleler yoluyla yapılan 0.9 milyar dolarlık daha swap olduğunu dikkate alırsak, TCMB'nin lokal bankalarla yaptığı swap miktarı 14.2 milyar dolardır. Likidite ihtiyacının azalması ile bu swapların kapanması, hem net hem de brüt döviz rezervlerinin düşmesine yol açacaktır. Ayrıca TCMB, yukarıda da belirttiğimiz gibi ROM imkânını da sonlandırırorsa, brüt rezervler 8.9 milyar dolar daha gerileyecektir; ancak bunun net rezervlere etkisi olmayacaktır. Bu durumda brüt rezervlerin 23.1 milyar dolar, net rezervlerin ise 14.2 milyar dolar gerilemesi beklenebilir. Ancak TCMB'nin 2020 yılında reeskont kredileri yoluyla 26 milyar dolar almayı planladığı düşünülürse, kamu kurumlarına satışlar da sınırlı boyutta kalırsa, brüt rezervlerin fazla değişmemesi, net rezervin ise 6 milyar dolar civarında artması beklenebilir.

Sistemin fonlama ihtiyacını etkileyen kalemler ve 2020 yılı tahmini

	2018	Değişim	Eki.19	Değişim	2020
Fonlama İhtiyacı (1)	93.1	27.6	120.7	-130.1	-9.4
TCMB swap ve depo	-8.6	91.5	82.9		
Net APİ fonlaması	101.7	-63.9	37.8		
Fonlama ihtiyacını etkileyen gelişmeler					
Parasal büyüklükler (2)	169.7	7.5	177.2	42.9	220.1
Emisyon hacmi	132.3	19.4	151.6	22.5	174.2
Serbest mevduat	37.4	-11.9	25.5	20.4	45.9
TCMB işlemleri		123.1		-126.8	
Net döviz alım/satım (3)		111.8		-118.6	
DİBS alım (4)		-2.1		-13.0	
Faiz tahsilat (5)		13.4		4.8	
Hazine işlemleri		-107.3		-46.3	
TL cinsi net borç ödeme (6)		-4.8		12.6	
Faiz dışı denge (7)		-14.6		0.1	
TCMB aktarımları (8)		-87.9		-59.0	
Diğer		4.4		0.0	

Kaynak: TCMB, Hazine, QNB Finansbank hesaplamaları

- (1) TCMB'nin yurtiçi bankalarla yaptığı döviz ve altın swapları bankalara TL likiditesi sağladığı için, TL fonlama hesabına dahil edilmiştir.
- (2) TCMB'nin yabancı merkez bankaları ile yaptığı swaplar hariç olarak hesaplanmıştır. Bankaların %70'inin ZK avantajından yararlandığı, parasal büyüklüklerin nominal GSYH artışı ile orantılı olarak büyüyeceği ve ROM imkanının kaldırıldığı varsayılmıştır.
- (3) Reeskont kredileri, kamuya satış ve diğer TCMB döviz alım/satım işlemlerini içermektedir.
- (4) TCMB'nin aylık toplam tahvil itfası ile ihaleler yoluyla alımı arasındaki fark
- (5) TCMB'nin bankaları net fonlaması ile DİBS stokunun faiz gelirinden, ZK için ödenen faiz çıkartılarak hesaplanmıştır.
- (6) Genel bütçe finansmanı verilerinden hesaplanmıştır.
- (7) Hazine'nin nakit bütçesinde faiz dışı denge ile özelleştirme gelirlerinin toplamı
- (8) TCMB'nin kar transferi, kurumlar vergisi ödemesi ve ihtiyat akçesi transferi gibi Hazine'ye aktarımları içermektedir.

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.