

II. Makroekonomik Görünüm

Küresel iktisadi politika belirsizliği 2018 yılı başından itibaren artış eğilimindedir. Artan toplam borçluluk ve gelişmiş ülke para politikalarında devam eden sıkılaştırma eğilimi, ABD dolarının değer kazanması, korumacı ticaret önlemleri, İtalya ve İngiltere başta olmak üzere bazı gelişmiş ülkelerdeki politika belirsizlikleri nedeniyle GOÜ'lere yönelik risk iştahı azalmış, GOÜ'lerden net portföy çıkışı yaşanmıştır. Küresel iktisadi görünüm olumlu seyrini korurken ülkeler arası ayrışmalar belirginleşmiş, iktisadi büyümeye yönelik aşağı yönlü riskler bir önceki Rapor dönemine kıyasla artmıştır. ABD'de iktisadi faaliyetteki ivmelenme, genişleyici maliye politikalarından gelen destekle sürmekte, ülkelere özgü riskler, jeopolitik gelişmeler ve küresel likidite koşullarındaki sıkılaştırma genel olarak GOÜ'lerin ekonomik büyüme görünümüne ilişkin risk unsurları arasında yer almaktadır. Küresel talebe ve korumacı ticaret önlemlerine bağlı olarak emtia fiyatlarında 2016 yılından bu yana görülmekte olan artış eğilimi yerini dalgalı bir seyre bırakmıştır.

2018 yılı ikinci çeyreğinde, yurt içi iktisadi faaliyette dengelenme süreci başlamış, yıllık GSYİH büyümesinde yurt içi talebin katkısı gerilerken net ihracatın katkısı artmıştır. Büyümeye ilişkin öncü göstergeler, iktisadi faaliyetteki dengelenme sürecinin, Türk lirasındaki değer kaybının yanında döviz kurlarındaki oynaklığın ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkisiyle, iç talepte daha belirgin olmak üzere, 2018 yılı ikinci yarısında da devam ettiğine işaret etmektedir. Yurt içi talepteki zayıf görünüme rağmen, fiyatlama davranışlarında izlenen bozulma ve Türk lirasında kaydedilen birikimli değer kaybı sonucu artan maliyet baskıları enflasyonda yükselişe neden olmuştur. İktisadi faaliyetteki yavaşlama, istihdam artışlarına da yansımaya başlamıştır. Diğer yandan, turizmdeki güçlü toparlanmanın da desteğiyle net ihracat büyümeye katkısını sürdürmekte ve yurt içi talep koşullarının iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaktadır. İktisadi faaliyetin kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesi cari açıkta da önemli bir dengelenmeyi beraberinde getirmektedir. GOÜ finansal piyasa oynaklıklarının ve belirsizlik algısının halen yüksek oluşu, küresel para politikalarındaki normalleşme süreci, uluslararası ticarete artan korumacılık eğilimleri, jeopolitik unsurlar ve finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırma iktisadi faaliyet açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

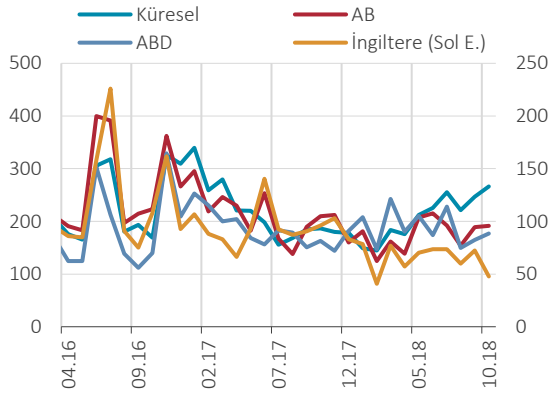
II.1 Uluslararası Gelişmeler

Küresel iktisadi politika belirsizliğinde artış ivme kazanmıştır (Grafik II.1.1). ABD yönetiminin dış ticaret politikasına ilişkin korumacı yaklaşımı ve Fed para politikasındaki normalleşme sürecine ilişkin değerlendirmeler, ABD iktisadi politikalarının öngörülebilirliği üzerinde etkili olmayı sürdürmektedir. AB ülkelerindeki seçim sürecinin sona ermesiyle azalan politika belirsizliği, İtalya’da yaşanan kamu borcu gelişmeleri ve kısmen netleşen Brexit yol haritasına yönelik farklı açıklamaların etkisiyle artış göstermiştir.

ABD iş gücü piyasası ile büyüme görünümü ve fiyatlar genel seviyesinin seyri, maliye politikası tercihleriyle birlikte faiz artırımlarına ilişkin yol haritasında belirleyici unsurlar arasında yer almaktadır. ABD’de büyüme ve iş gücü piyasasındaki olumlu görünüm ve enflasyonun Fed’in hedefi olan yüzde 2 civarında seyretmesi sonucunda Fed Federal Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) üyeleri, 2018 yılının geri kalanında bir, 2019 yılı içerisinde üç ve 2020 yılında bir politika faizi artırımını öngörmektedir. Bu öngörülere kısa vadede yakınsayan piyasa beklentileri son dönemde bir miktar gerilemiştir (Grafik II.1.2).

Avrupa Merkez Bankası (AMB)’nin varlık alım programının 2018 yıl sonu itibarıyla sona erdirilmesi hedeflense de, başta İtalya kamu borç stoku ve Brexit kaynaklı politika endişeleri ile AB’de büyüme ve enflasyon görünümü nedeniyle, AMB’nin politika faiz oranlarında 2019 yılı ilk yarısında herhangi bir değişikliğe gitmesi beklenmemektedir. Diğer yandan, zayıf enflasyon görünümünün etkisiyle, Japonya Merkez Bankası’nın para politikasındaki genişleyici görünümü koruyacağı düşünülmektedir. Çin Merkez Bankası’nın ise daralan piyasa likiditesine önlem olarak makroihtiyati politika araçları yoluyla sürdürdüğü genişleyici para politikasına devam edeceği değerlendirilmektedir.

Grafik II.1.1: İktisadi Politika Belirsizliği Endeksleri
(Endeks, 2012=100)

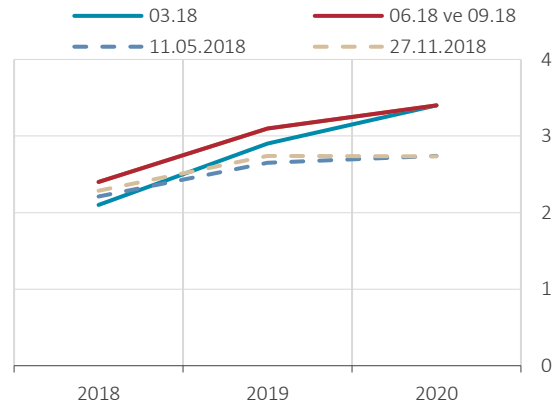


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 10.18

Dipnot: Endeksler seviye olarak kendi arasında karşılaştırılabilir değildir.

Grafik II.1.2: FOMC Üyelerinin Medyan Politika Faizi Tahminleri (Düz Çizgiler) ve Piyasa Beklentileri (Kesikli Çizgiler) (%)

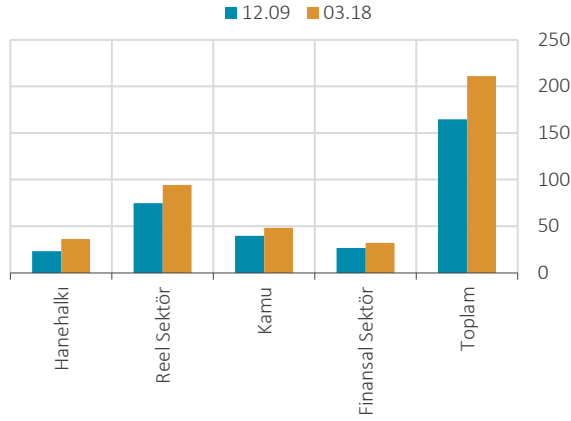


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 27.11.18

Dipnot: Kesikli çizgiler 30 günlük Fed fonları vadeli faiz oranlarını göstermektedir.

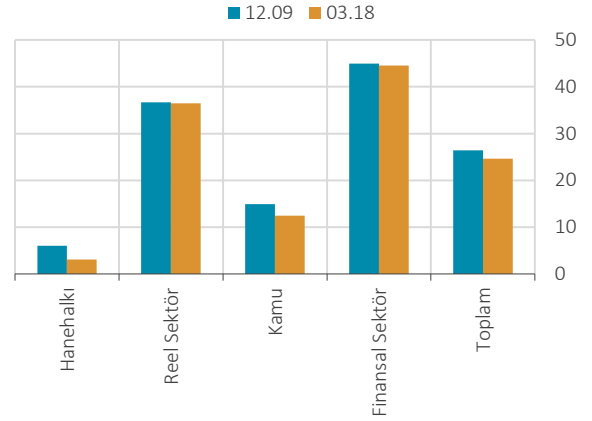
Küresel finansal krizden bu yana küresel borçluluk ivme kazanmış ve 2018 yılı Mart ayı itibarıyla küresel GSYİH’nin üç katını aşmıştır. GOÜ’lerde de genel olarak borçluluk düzeyi küresel borçluluk artışına benzer şekilde, hem tutar olarak hem GSYİH’ye oranla artış göstermiştir (Grafik II.1.3). GOÜ’lerin toplam borçlanması ağırlıklı olarak yerel para birimi cinsindedir (Grafik II.1.4). Bununla beraber, yerel para ve YP cinsinden borçlanma kısıtlımı açısından GOÜ’ler arasında ayrımlar söz konusudur. 2018 yılı Nisan ayından bu yana ABD dolarının gelişmiş ve GOÜ para birimlerine karşı değer kazanması ve ABD hazine tahvil faizlerinin yükselişi neticesinde, GOÜ borçluluk düzeyleri ile bazı ülkeler ve sektörlerin YP cinsinden borçlanmaları, GOÜ’lere yönelik portföy akımlarında rol oynamıştır.

Grafik II.1.3: GOÜ'lerde Sektörel Bazda Borçluluk (% GSYİH)

Kaynak: IIF

Son Gözlem: 03.18

Dipnot: Ülkelerin GSYİH ağırlıkları esas alınarak ortalama hesaplanmıştır. GOÜ'ler: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Mısır, Gana, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Kenya, Lübnan, Malezya, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Güney Kore, Tayland, Türkiye, Ukrayna ve Birleşik Arap Emirlikleri.

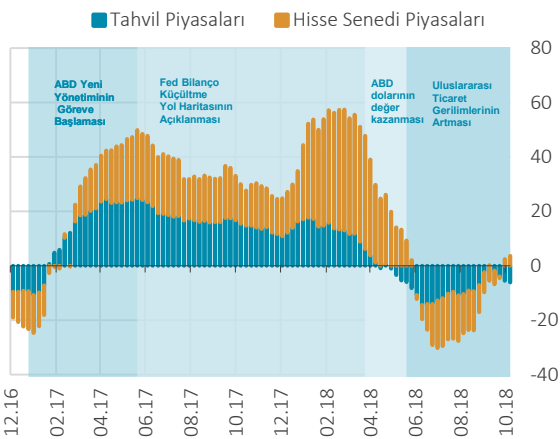
Grafik II.1.4: GOÜ'lerde Sektörel Bazda YP Borçlanma (% Toplam Borçlanma)

Kaynak: IIF

Son Gözlem: 03.18

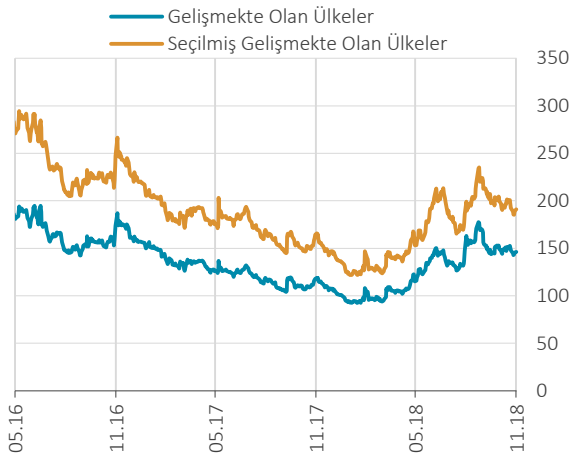
Dipnot: Çin hariç tutulmuştur. GOÜ'ler: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Çekya, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Güney Kore, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya Federasyonu, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.

Artan borçluluk ve ülkeler özelinde YP cinsinden borçlanmanın yanı sıra, gelişmiş ülke para politikalarında devam eden sıkılaştırma eğilimi, ABD dolarının hızla değer kazanması, korumacı ticaret önlemleri, İtalya ve İngiltere başta olmak üzere bazı gelişmiş ülkelerdeki politika belirsizlikleri nedeniyle GOÜ'lere yönelik risk iştahı azalırken, GOÜ'lerden net portföy çıkışı yaşanmıştır (Grafik II.1.5). Diğer yandan, GOÜ'lerin yüksek dış finansman ihtiyacı ve iktisadi görünümündeki bozulma nedeniyle risk primlerinde yılın ikinci çeyreğinde yaşanan kötüleşme, bazı ülkelerde alınan politika önlemlerinin etkisiyle son dönemde sınırlı bir düzelme göstermiştir (Grafik II.1.6).

Grafik II.1.5: GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 13 Hafta Birikimli)

Kaynak: EPFR

Son Gözlem: 31.10.18

Grafik II.1.6: GOÜ'lerde CDS Primleri (Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg

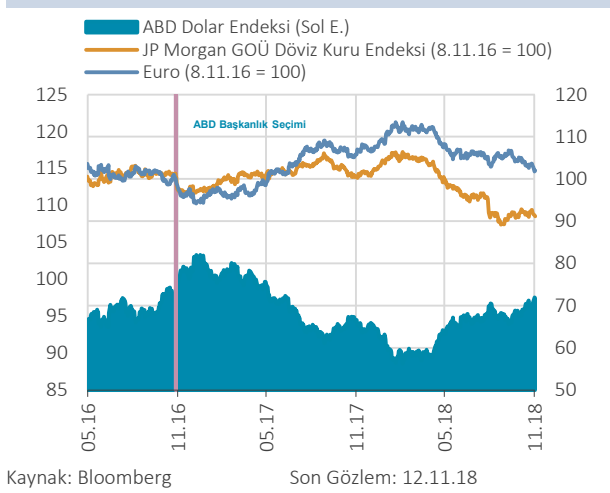
Son Gözlem: 12.11.18

Dipnot: GOÜ'ler arasında Brezilya, Çekya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Şili yer almaktadır. Seçilmiş GOÜ'ler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika CDS primleri kullanılmıştır.

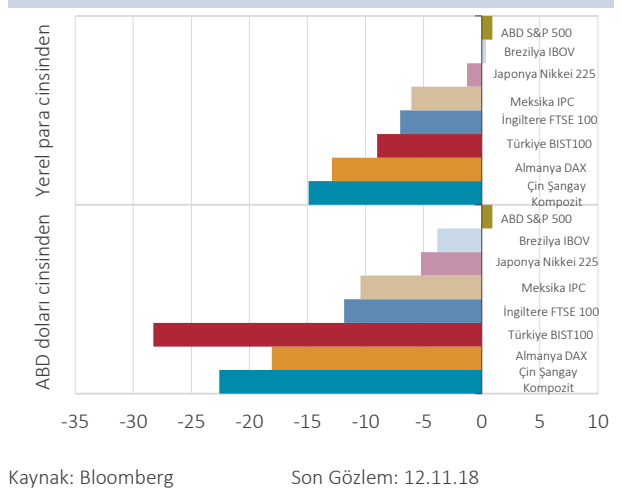
Gelişmiş ülke ve GOÜ'lerin para birimleri, 2018 yılı Nisan ayından bu yana, ABD doları karşısında değer kaybetmiştir (Grafik II.1.7). Diğer yandan, ABD dolarındaki yükselişten görece olumsuz etkilenen Arjantin ve Türkiye para birimlerinde özellikle üçüncü çeyrekte yaşanan kayıplar son dönemde kısmen telafi

edilmiştir. Ayrıca, son Rapor döneminden bu yana politika belirsizlikleri, jeopolitik riskler, ticarete artan korumacılık, küresel büyüme görünümüne ilişkin endişeler nedeniyle gerek gelişmiş ülke gerek GOÜ borsa endeksleri zayıf performans sergilemiştir (Grafik II.1.8).

Grafik II.1.7: Döviz Kuru Endeksleri

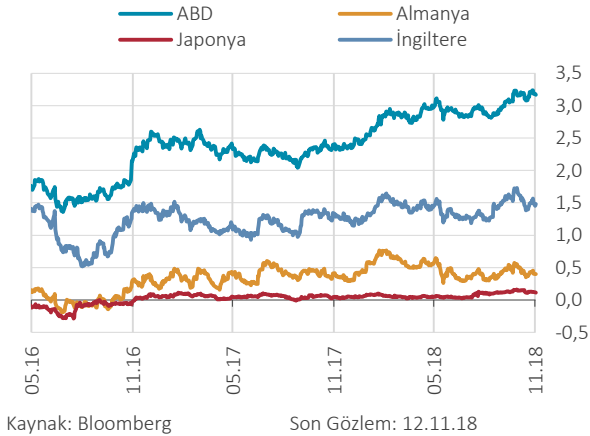


Grafik II.1.8: Borsa Endeksleri (% Değişim, 11.05.18 – 12.11.18)

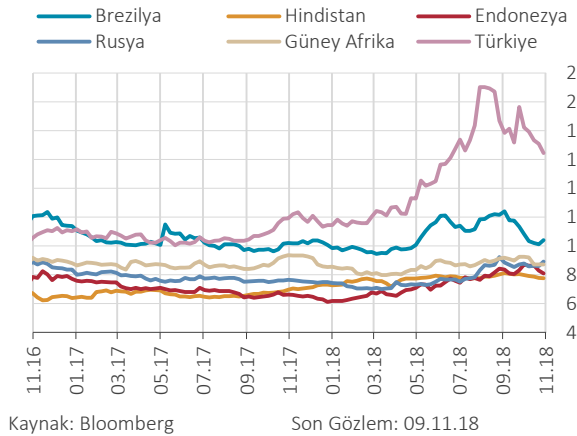


Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki sıkılaşma eğiliminin süreceğine dair beklentilerin etkisiyle ABD’de daha belirgin olmak üzere gelişmiş ülke tahvil getirileri genel olarak artmıştır (Grafik II.1.9). GOÜ’lerin tahvil faizlerinde yaşanan yükselişte küresel likidite koşullarındaki sıkılaşma ve söz konusu ülkelere yönelik risk iştahındaki azalma etkili olmuştur (Grafik II.1.10).

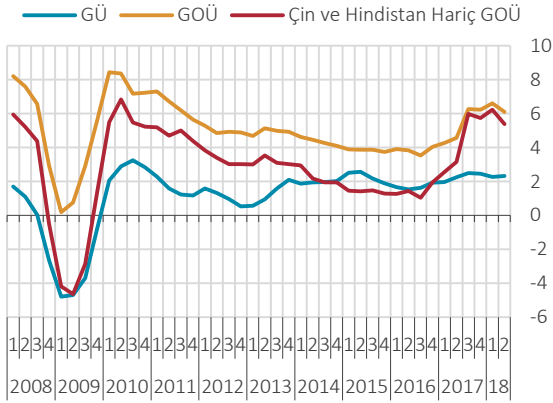
Grafik II.1.9: Gelişmiş Ülkelerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (%)



Grafik II.1.10: GOÜ’lerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (%)



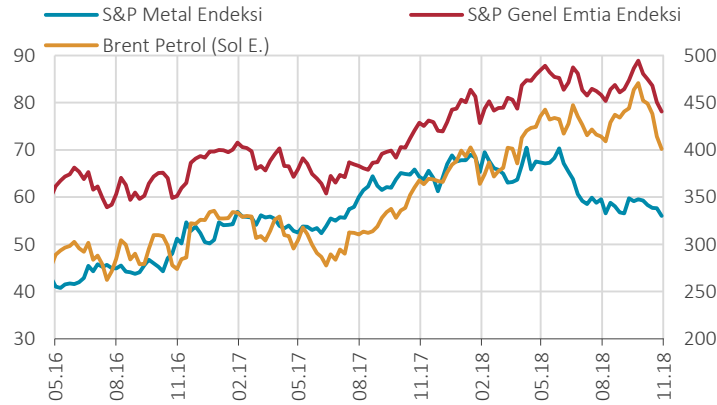
Küresel iktisadi büyüme görünümü olumlu seyrini korusa da, ülkeler arası ayrışmalar belirginleşirken, iktisadi büyümeye yönelik aşağı yönlü riskler bir önceki Rapor dönemine kıyasla artmıştır (Grafik II.1.11). ABD’de iktisadi faaliyetlerdeki ivmelenme, genişleyici maliye politikalarından gelen destekle sürse de, korumacı ticaret önlemleri, beklentiler açısından aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Diğer yandan Euro Bölgesi’nde öncü göstergeler iktisadi büyümede ivme kaybına işaret etmektedir (Grafik II.1.12). Diğer bazı GOÜ’lerin ekonomik büyüme görünümüne ilişkin risk unsurları arasında ülkelere özgü riskler, jeopolitik gelişmeler ve küresel likidite koşullarındaki sıkılaşma yer almaktadır.

Grafik II.1.11: Gelişmiş Ülke ve GOÜ'lerde Yıllık Büyüme Oranları (%)

Kaynak: Bloomberg, TCMB Son Gözlem: 06.18

Dipnot: Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G. Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka, İsrail. GOÜ'ler: Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G. Afrika, Arjantin, Tayland, Malezya, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Şili, Peru, Fas.

Küresel talebe bağlı olarak emtia fiyatlarında 2016 yılından bu yana görülmekte olan artış eğilimi yerini dalgalı bir seyre bırakmıştır (Grafik II.1.13). Diğer taraftan, Çin'de iktisadi faaliyetin ivme kaybetmesi ve Çin'e uygulanan ticari sınırlamalar sonrasında küresel metal fiyatları azalmıştır. Venezuela, Kanada ve Libya kaynaklı arz yönlü şoklar hem petrol fiyatlarının hem de fiyatlardaki oynaklığın artışında rol oynamıştır. Son dönemde petrol fiyatlarında bir miktar düşüş gözlenmiş olup, OPEC'in petrol arzı artışına dönük kararı ve küresel iktisadi görünümün önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarının hareketinde etkili olması beklenmektedir.

Grafik II.1.13: Emtia Endeksleri (ABD doları, Endeks)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 09.11.18

Yüksek küresel borçluluk, ABD'de başlayan dış ticaretteki korumacı eğilimlerin yaygınlaşması, uluslararası finansal koşullarda sıkışmanın devam etmesi, küresel iktisadi faaliyette yaşanan ivme kaybı ve jeopolitik gelişmeler ile ülkelere özgü riskler küresel finansal istikrara yönelik risk unsurlarıdır. Diğer taraftan, küresel finansal krizden bu yana, uluslararası standart belirleyici kuruluşlar ve ülke otoriteleri tarafından yürütülen finansal düzenleme reformları ile temelde küresel finansal sistemin sağlamlığının artırılması hedeflenmektedir. Söz konusu çalışmalar arasında, finansal bağlantılılık (Kutu II.1.1) ve referans faiz oranları (Kutu II.1.2) konuları önemli yer tutmaktadır. Ayrıca, küresel finansal istikrarın sürdürülmesinde, finansal düzenleme reformlarının zamanında tamamlanması ve tutarlı olarak uygulanması ile etkilerinin tespit edilmesi önemini korumaktadır.

Kutu II.1.1

Finansal Bağlantılılığın Analizi

Açık ve bütünleşmiş küresel finansal sistemin doğal bir sonucu olan “finansal bağlantılılık” konusu, son zamanlarda uluslararası finansal gündemde yer almakta ve “bulaşma riski” ile birlikte çeşitli analizlere konu olmaktadır. Finansal bağlantılılık, finansal kuruluşlar arasındaki her türlü hizmet ve altyapı sağlama faaliyetlerinden kaynaklanan bağlantıları kapsamaktadır (IMF, 2010). Bu olgu, finansal kuruluşlar ve hizmetler arasındaki risk aktarımını etkilemekte, finansal kuruluşların tekil risk birikimlerine ilaveten sistemik risk birikimine neden olabilmekte ve bir finansal kuruluş üzerindeki risklerin diğer finansal kuruluşlara bulaşma riski üzerinden aktarımı nedeniyle dikkatle takip edilmektedir (ECB, 2017; ESRB, 2017; Gabrieli, Salakhova ve Vuilleme, 2015; Yellen, 2014). Bulaşma riski ise bir finansal kuruluş, finansal varlık ya da portföy ile ilişkili bir riskin o finansal kuruluşun paydaşları ile finansal varlık ya da portföyün diğer taraflarına aktarılması riskidir. Eğer bulaşma riski yüksek bağlantılılık yoluyla tüm sisteme yayılırsa sistemik riske dönüşmektedir (Schoenmaker, 1996). Sistemik riski tetikleyen başlıca riskler kredi riski, fonlama riski ve operasyonel risktir.

Finansal sistemin farklı unsurları arasındaki ilişkilerden oluşan finansal bağlantılılık ikiye ayrılmaktadır: doğrudan bağlantılılık ve dolaylı bağlantılılık. Doğrudan bağlantılılık kapsamında finansal işlemler, yükümlülükler ve sözleşmeler aracılığıyla oluşan ilişkiler ve bu ilişkilerden doğabilecek riskler incelenmektedir. Özellikle krediler, finansal piyasa altyapı hizmetleri ve üçüncü taraflarla yapılan kira sözleşmeleri bu tarz bağlantılılık örnekleridir. Bir diğer bağlantılılık çeşidi olan dolaylı bağlantılılıkta ise bir kuruluştaki stresin diğer kuruluşlara bulaştığı kanallar söz konusudur. Bu bağlantılılık çeşidinde CDS hareketlerine, opsiyon fiyatlarına ve hisse senedi fiyat getiri oranlarına bakılarak analiz yapılmaktadır. Ayrıca, panik satışların finansal sistemdeki yayılma etkisi, türev ve sentetik ürünlerdeki kaldıraç, banka dışı finansal kuruluşlardaki bağlantılılığın oluşturduğu kırılabilirlikler gibi hususlar dolaylı bağlantılılık değerlendirmelerine konu olmaktadır.

Finansal bağlantılılık kapsamında üç tür kuruluştaki biriken risklerin sürekli bir biçimde gözetilmesi gerekmektedir:

- Büyük varlık hacmine sahip bankalar: Bu bankalarda oluşabilecek bir sorun, tüm sistemi kısa sürede etkileyebilmekte ve bu bankalar sistemik riskin tetiklenmesinde önemli rol oynayabilmektedir.
- Aynı anda birçok sektöre finansal altyapı hizmeti sunan bankalar ya da banka dışı finansal kuruluşlar: Bu kuruluşlarda yaşanabilecek sıkıntılar da kısa sürede tüm finansal sisteme yayılabilmektedir. Özellikle, hem tezgahüstü türev ürünlere aracılık eden hem de merkezi karşı taraflar nezdinde altyapı hizmetleri sunan kuruluşlar üzerinde önemli riskler birikebilmektedir.
- Sistemik öneme sahip finansal kuruluşlar: Küresel ölçekte ve yerel ölçekte sistemik öneme sahip bankalar ya da sigorta kuruluşlarının finansal bağlantılarının sürekli bir biçimde gözetim altında tutulması gerekmektedir. Büyük varlık hacmine sahip bankaların tümü sistemik öneme sahip kuruluşlar olarak değerlendirilmemekte ve çeşitli kriterlere bakılarak sistemik öneme sahip finansal kuruluşlar belirlenmektedir. Kanno (2015) tarafından yapılan çalışmada orta ölçekli bir bankanın iflas etmesi durumunda sistemik bir riskin oluşmadığı, ancak Küresel Sistemik Öneme Sahip Banka (G-SIB) iflas ettiğinde genele yayılan tetiklenme oluşturduğu bulunmaktadır. Malik ve Xu (2017) da bu kuruluşlardaki bağlantılılığın etkilerine dair benzer bir sonuca ulaşmıştır.

Küresel kriz sonrasında finansal bağlantılılık kapsamında biriken riskler nedeniyle küresel reform gündeminde finansal bağlantılılıktan kaynaklanan risklerin azaltılması yer almıştır. Bu kapsamda, küresel kriz sonrasında tasarlanan uluslararası finansal reformlar ve piyasa davranışlarındaki

değişiklikler, bankalar arasında ve bankacılık sektörü dışındaki kuruluşlardaki bağlantılılığı azaltmaya katkıda bulunmuştur (BIS, 2015). Bu reformların içerisinde sermaye, likidite ve kaldıraç düzenlemeleri önemli yer tutmaktadır. Bunun yanı sıra, G-SIB ve Küresel Sistemik Öneme Sahip Sigorta Kuruluşlarının (G-SII) çerçevelerine, bağlantılılığın bir risk faktörü olarak eklenerek çeşitli göstergelerle takip edilmesi, sistemik öneme sahip finansal kuruluşlarda biriken risklerin yakın gözetim altında tutulmasını sağlamıştır. Ayrıca Finansal İstikrar Kurulu (FSB), banka dışı finansal aracılık faaliyetlerinin izlenmesi kapsamında bağlantılılık konusunu yakından takip etmektedir.¹

Teorik ve ampirik çalışmalar, yüksek kaldıraçlı ve birbirine bağlantılı kuruluşlardaki bulaşma riskinin yüksek olduğunu göstermektedir. Özellikle kriz döneminde doğrudan banka bağlantılılığın krizin yayılmasında önemli bir kanal olduğu değerlendirilmektedir (BIS, 2015; Malik ve Xu, 2017). Küresel kriz sonrası dönemde doğrudan bağlantılılığın normalleştiği ve bazı gelişmiş ülkelerde çeşitli ölçütlere göre de azaldığı belirtilmektedir (BoE, 2015). Bankacılık sektöründe ve bankalar ile bazı banka dışı kurumlar arasındaki ödemelerde ve fonlama likiditesindeki gelişmeler, bulaşma riskinin azaldığını göstermektedir. Öte yandan, ağ analizi ve/veya küme analizi teknikleri kullanılarak yapılan bazı akademik çalışmalar, bölgesel bankalarda bağlantılılık artınca risklerin bulaşma derecesinin yükseldiğini göstermektedir (Acemoglu, Ozdağlar ve Tahbaz-Salihi, 2015; Kara, Tian ve Yellen, 2015).

Her ne kadar küresel kriz sonrası tasarlanan finansal reformlar bağlantılılığın azalmasına katkıda bulunmuş olsa da, bu süreçte bazı yeni riskler de ortaya çıkmıştır. Özellikle tezgahüstü türev ürünlerin merkezi takasa tabi tutulması sonrasında merkezi takas kuruluşları paydaşları arasındaki bağlantılılığın dikkat çekici şekilde arttığı görülmektedir. Diğer yandan, bölgesel bankalarda bağlantılılık yükselince risklerin bulaşma derecesi de artmaktadır. Uluslararası aktif bankalardaki altyapı ve sözleşmelerden kaynaklanan doğrudan bağlantılılık riskleri de önemli riskler olarak öne çıkmaktadır. Küresel ölçekli bankaların faaliyetlerinin önemli bir oranının tezgahüstü türev ürünlerindeki işlemler olduğu ve bu alanda bankalar arasındaki finansal bağlantılılığın çok yüksek olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, portföy yönetimi, gölge bankacılık ve CDS piyasaları üzerinde yapılan bazı çalışmalarda da finansal bağlantılılıktan kaynaklanan bulaşma risklerinin görüldüğü kaydedilmektedir (Cho, Choi, Chung, 2014; Bauguess, 2017; Yellen, 2013; ESRB, 2017).

FSB, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO) ve Ödemeler ve Piyasa Altyapıları Komitesi (CPMI) merkezi takasın bağlantılılığını analiz eden ortaklaşa bir çalışma yayımlamıştır.² Bu çalışmada merkezi takas kuruluşları, takas üyeleri ve finansal hizmet sağlayıcıları arasındaki bağlantılılık analiz edilmekte ve niceliksel olarak araştırılmaktadır. Birçok durumda merkezi takas üyelerinin aynı zamanda bu kuruluşlara altyapı hizmeti sağlayan finansal kuruluşlar olduğu belirtilmektedir.³ Raporla merkezi takas kapsamındaki işlemler için mali kaynak sağlayan az sayıda kuruluş bulunduğu, alacakların da az sayıda aktörde yoğunlaştığı ifade edilmiştir. Bu durum, söz konusu kuruluşlara ilişkin herhangi bir risk gerçekleştiğinde riskin yayılabileceğine işaret etmektedir.

Türkiye'deki finansal bağlantılılığa baktığımızda, yerel bazda G-SIB olarak değerlendirilen bir banka bulunmamakta ve küresel finansal kriz sonrasında ülkemizdeki finansal kuruluşlar arasındaki bağlantılılıkta kayda değer bir artış görülmemektedir. Bankacılık sektörümüz içerisindeki en büyük varlık hacmine sahip ilk üç bankanın tüm bankacılık sektörü içerisindeki payı uzun süredir yüzde 37 seviyesinde yer almakta iken, ilk 7 bankanın payı da yüzde 75 civarında istikrarlı seyrini korumaktadır. Bankaların para piyasasından alacaklarının toplam varlıklarına oranı yüzde 0,12 civarında seyrederken

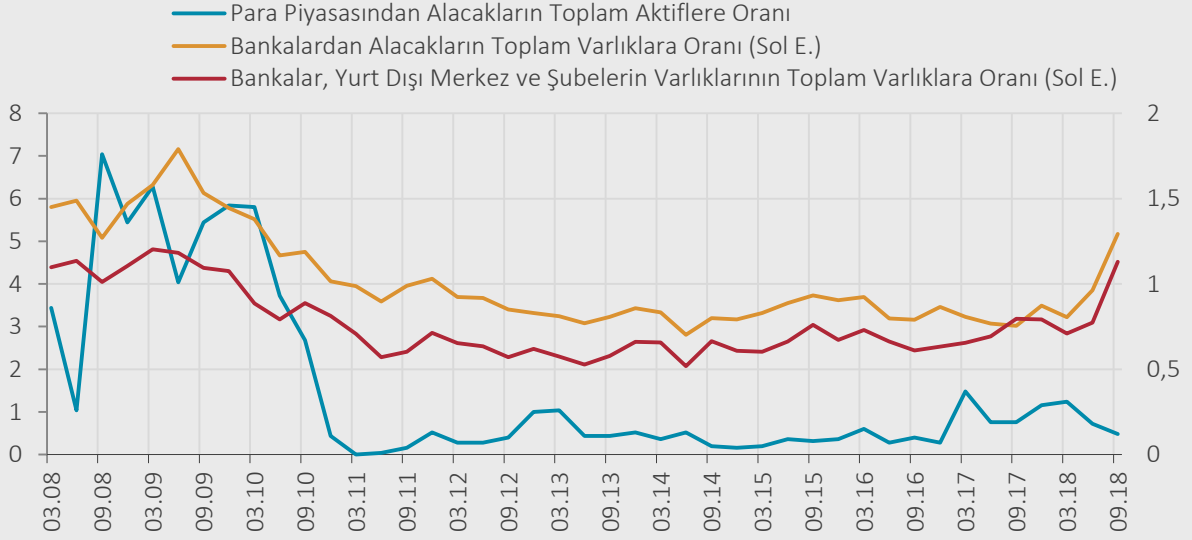
¹ FSB, 22 Ekim 2018 tarihinde yayımladığı basın duyurusu ile gölge bankacılık teriminin yerine "banka dışı finansal aracılık faaliyeti" ifadesini kullanma kararı almıştır.

² <http://www.fsb.org/2018/08/analysis-of-central-clearing-interdependencies-2/>

³ Merkezi takas kuruluşları, borsalarda, teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, takası, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlere ilişkin teminat yükümlülüklerinin ifası ile ilgili işlemleri yürüten kuruluşlardır. Ülkemizde, Takasbank, SPK tarafından merkezi takas kuruluşu olarak belirlenmiştir.

bankaların diğer bankalardan olan alacaklarının toplam varlıklara olan oranı on yıl önceki seviyelerinin de altında yer almaktadır (Grafik I.1.1.1). Diğer taraftan, yurt içi bankalarca ihraç edilen tahvillerin toplam bankacılık sektörü aktiflerine oranı yüzde 0,40 civarında seyretmektedir.

Grafik I.1.1.1: Bankalara İlişkin Çeşitli Oranlar (%)

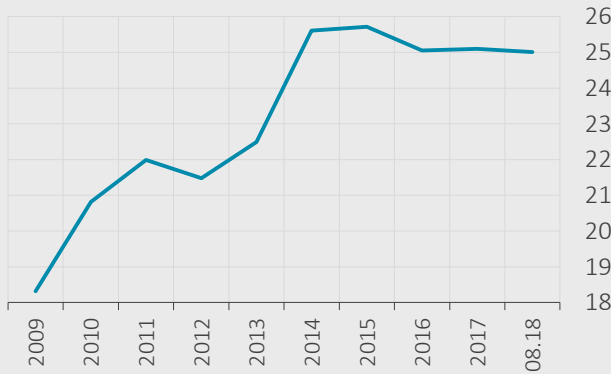


Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 09.18

Türk bankacılık sektörünün uluslararası finansal bağlantılılığına baktığımızda bu alanda artan bir risk görülmemektedir. Bankacılık sektörü varlıkları içerisinde yabancı payında 2014 ve 2015 yıllarında bir miktar artış olsa da, bu payın 2017 ve 2018 yıllarında yüzde 25 civarında istikrar kazandığı görülmektedir (Grafik I.1.1.2). Diğer taraftan, ülkemizde yabancıların döviz cinsinden devlet tahvili içindeki payı son dört yılda yüzde 50'li seviyelerden yüzde 59'lu seviyelere çıkarak bir miktar artış kaydetmiştir (Grafik I.1.1.3).

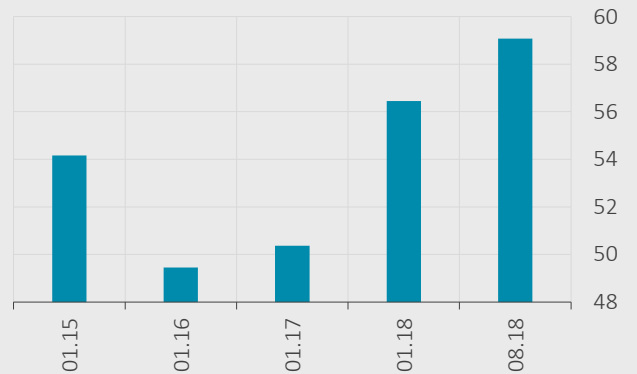
Grafik I.1.1.2: Yabancıların Bankacılık Varlıkları İçindeki Payı (%)



Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 08.18

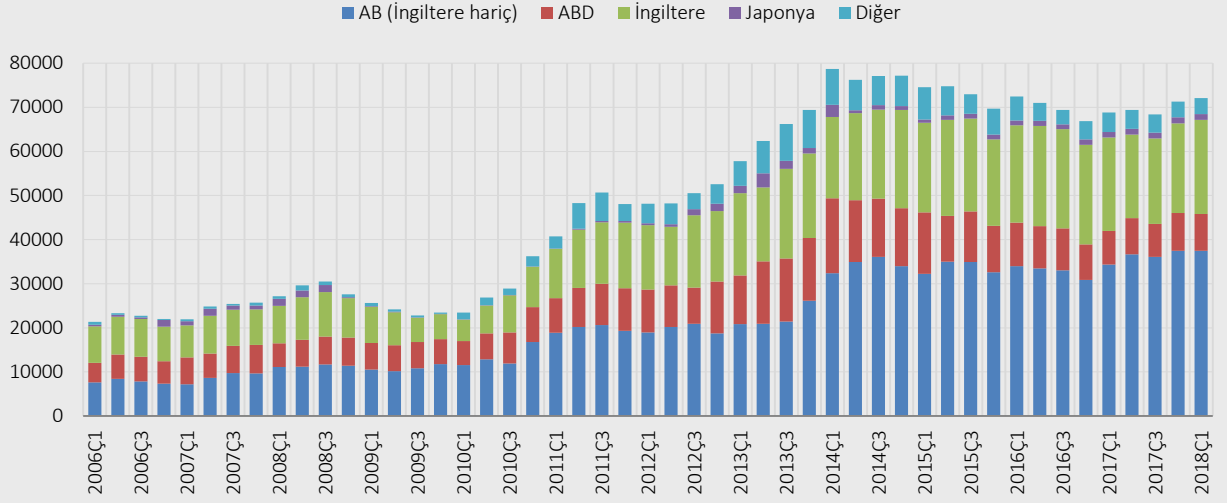
Grafik I.1.1.3: Yabancıların Eurobond İçindeki Payı (%)



Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 08.18

Ülkemiz bankacılık sektörünün dış yükümlülüğünün karşı taraflarına baktığımızda ise, en büyük dış ticaret ortağımız olan Avrupa Birliği'nin toplam bankacılık sektörü dış yükümlülüğü içerisinde önemli paya sahip olmaya devam ettiği, İngiltere'nin payının ise son yıllarda arttığı görülmektedir (Grafik I.1.1.4).

Grafik I.1.1.4: Bankacılık Sektörünün Dış Yükümlülüğünün Ükelere Göre Gelişimi (Milyon ABD Doları)

Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 2018Ç1

Ödeme sistemleri açısından bakıldığında, merkezi takas kuruluşları alanındaki bağlantılılık ile tezgahüstü türev ürünlerindeki işlemlerde görülen bulaşma risklerinin ülkemiz açısından, bu alanlarda artan bir bağlantılılık olmadığı için, doğrudan bir etki oluşturmayacağı değerlendirilmektedir. Hisse senedi piyasasında finansal bağlantılılığı ölçen yayılma endekslerine göre, ülkemizden diğer ülkelere olan yayılma etkisi çok düşük bulunmuştur (Polat, 2018). Sonuç olarak, hem küresel bankacılık sisteminde hem de ülkemiz bankacılık sektöründe son yıllarda yükselen bir doğrudan finansal bağlantılılık riski görülmemektedir.

Kaynakça:

Acemoglu, D., Ozdaglar, A. & A. Tahbaz-Salehi. (2015). "Systemic risk and stability in financial networks."

Bank of England - BoE. (2015). "Banking sector interconnectedness, what is it and how can we measure it?"

Bauguess, S.W. (2017). "Market fragility and interconnectedness in the asset management industry." SEC.

BIS, Basel Committee on Banking Supervision. (2015). "Making supervisory stress tests more macroprudential: considering liquidity and solvency interactions and systemic risk," BCBS Working Paper, (29).

Cho, D., Choi, K. & K. Chung. (2014). "Interconnectedness and contagion effects in Asian sovereign CDS Markets."

ECB. (2017). Pro-cyclicality and interconnectedness in the financial sector- the European perspective.

ESRB. (2017). "Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking entities."

Gabrieli, S. Salakhova, D. & Vuilleme, G. (2015). "Interconnectedness and contagion risk in the European banking sector." Rue de la Banque, Banque de France, issue 05, April.

IMF. (2010). Understanding international financial interconnectedness. October 2010.

Kara G., Tian, M. & M. Yellen. (2015). "Taxonomy of studies on interconnectedness."

Kanno, M. (2015). "Assessing systemic risk based on interbank exposures in the Japanese banking system." (May 2, 2015). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2482075>.

Malik, S. & T. Xu. (2017). Interconnectedness of global systemically-important banks and insurers. IMF WP, WP/17/210.

Polat, O. (2018). "Hisse senedi piyasalarında finansal bağlantılılık analizi." Politik Ekonomik Kuram 2018, Cilt 2(1), 73-86.

Schoenmaker, D. (1996). "Contagion risk in banking". January 1996.

Yellen, J. (2013). "Interconnectedness and systemic risk: Lessons from the financial crisis and policy implications." Speech for an overview of the key forms of financial interconnectedness and potential risks. 4 January 2013.

Kutu II.1.II

Referans Faiz Oranları Alanında Reform Çalışmaları

Londra, Euro ve Tokyo Interbank Offered Rate (sırasıyla LIBOR, EURIBOR ve TIBOR) gibi gösterge faiz oranları küresel finansal sistemde genellikle kısa vadeli borçlanmalarda ve bazı türev işlemlerinde referans olarak yaygın bir biçimde kullanılmakta olup, günümüzde 400 trilyon ABD dolarını aşan finansal işlemlerin fiyatlamasında baz alınmaktadır. Söz konusu oranlar, teminatsız bankalararası para piyasasında bankaların birbirlerine verdikleri borçlarda uyguladıkları faiz oranlarını temsil etmekte olup, esas alınan piyasa, ilgili referans oranını açıklayan ülkenin bankalararası para piyasasıdır. Referans faiz oranı, sabitleme seansına katılan belli sayıda bankanın elektronik işlem platformları aracılığıyla farklı vadeler için girdikleri kotasyonların belirlenmiş bir zaman dilimi içerisindeki tesadüfi bir anda alınmasının, her vade için en yüksek ve en düşük belirli sayıdaki kotasyonun elenmesinin ardından kalan kotasyonların aritmetik ortalaması hesaplanarak endeks sabitlenmekte ve ilan edilmektedir. Oranlar, vade ve para birimine göre değişiklik gösterebilmekte, faiz oranından sonra eklenen fark anlamına gelen "spread" ifadesi ise bankaların uyguladıkları ek faiz oranını, diğer bir deyişle, risk primini temsil etmektedir.¹

Uzun yıllardır uluslararası piyasalarda kabul gören inceleme konusu faiz oranları konusunda küresel krizin ardından bankaların yanlış bildirimde buldukları ortaya çıkmıştır. Ayrıca, krizle birlikte bankalararası para piyasalarında likiditenin kuruması sağlıklı bir faiz oranı tesis edilmesini olumsuz etkilemiştir. Bu durum ve benzeri unsurlar, gösterge faiz oranlarının güvenilirliğinin finansal piyasalarda ve düzenleyici otoriteler nezdinde sorgulanmasına neden olmuştur.

II.1.II.1 Finansal piyasalarda gösterge faiz oranlarının kullanımı

Finansal sözleşmelerde gösterge faiz oranlarının kullanımı, uluslararası piyasalarda karmaşıklığı azaltarak yeknesaklık sağlamaktadır. Ayrıca, gösterge faiz oranına dayalı finansal aracın yaygın bir biçimde kullanılması halinde işlem maliyetleri düşmekte ve likidite artmaktadır. Krediler, varlığa dayalı menkul kıymetler, mevduat ile bono ve tahvillerde faiz oranı olarak gösterge faiz oranları esas alınabilmektedir (Tablo II.1.II.1). Faiz swapları başta olmak üzere özellikle tezgâhüstü türev araçlar gösterge faiz oranlarının kullanıldığı diğer bir alandır.

Tablo II.1.II.1: Gösterge Faiz Oranları İtibarıyla Finansal İşlem Büyüklükleri (Trilyon ABD Doları)

Oran	Para birimi	Nominal Tutar	Vade
LIBOR	USD	150-160	1 hafta ile 1, 3 ve 6 ay
	GBP	30	1, 3 ve 6 ay
	JPY	30	3 ve 6 ay
	CHF	6,5	3 ve 6 ay
	EUR	2	3 ve 6 ay
EURIBOR	EUR	150-180	1, 3 ve 6 ay
TIBOR	JPY	5	3 ve 6 ay

Kaynak: Finansal İstikrar Kurulu (FSB)

¹ Örneğin, LIBOR gecelik, 1 haftalık, 1, 2, 3 ve 6 aylık ile 1 yıllık vadelerde beş ayrı para birimi (ABD doları, İngiliz sterlini, euro, Japon yeni, İsviçre frangı) cinsinden açıklanmaktadır.

II.1.II.2 Gösterge faiz oranı reformu

Gösterge faiz oranları, fonlama maliyetini temsil ettikleri piyasaların derinliği ve likiditesi ölçüsünde sağlam bir referans olabilmektedir. Referans faiz oranları, belirlenen bir banka grubunun kendi borçlanma maliyetlerini denetim ve gözetim otoritesine veya bankalar birliğine bildirmesi ve ardından söz konusu maliyetlerin ortalamasının alınması ile hesaplanmaktadır. Hesaplanan oran, teminatsız bankalararası para piyasası faiz oranını temsil etmektedir. Küresel krizin ardından bankaların toptan ile teminatlı fon kaynaklarına olan taleplerindeki artışa bağlı olarak, bankalararası fon piyasalarında derinlik önemli ölçüde azalmıştır. Dolayısıyla, IBOR'ların (interbank offered rate) kullanımı ile dayandıkları piyasalardaki faaliyet miktarı arasındaki makas açılmıştır. Ayrıca, bazı bankaların bilançolarını olduğundan daha iyi gösterme kaygılarıyla yanlış bildirimde bulunmaları özellikle LIBOR'a olan güvenin önemli ölçüde azalmasına yol açmış, yatırımcılar alternatif referans oranlara yönelmiştir. Bu bağlamda, İngiltere'de 2021 yılından sonra LIBOR'un açıklanmasına son verilecektir. Bu durum, vadesi 2021 yılını aşan ve LIBOR'a dayalı finansal sözleşmelerin yeni bir faiz/baz oranına geçiş sorununu gündeme getirmiştir.

G20'nin talebi üzerine Finansal İstikrar Kurulu (FSB), referans faiz oranlarını gözden geçirmek ve yeniden düzenlemek üzere Kamu Sektörü Yönetim Grubunu (Official Sector Steering Group - OSSG) kurmuştur. OSSG, mevcut referans faiz oranlarını standart ve ilkeleri gözden geçirerek iyileştirmek (IBOR+) ve ilâve gösterge faiz oranları önermekle görevlendirilmiştir. OSSG, çalışmalarını, IOSCO'nun 2013 yılında yayımlanan Finansal Göstergeler için Prensipler'i çerçevesinde 2014 yılında tamamlamıştır. OSSG, Başlıca Gösterge Faiz Oranlarının Reformu raporunda mevcut referans faiz oranlarına ilave en az iki tür gösterge faiz oranı saptanmasını önermiştir.

FSB'nin değerlendirmesine göre, finansal işlemlerin büyük ölçüde tek bir referans orana dayanmasının getirdiği risklerden kaçınmak ve finansal aktörlere daha fazla hareket serbestisi sağlamak amacıyla birden fazla referans faiz oranı geliştirilmeye çalışılmaktadır. Öneriye göre, krizin ardından bankaların yaptıkları yanlış raporlamadan alınan dersle, referans faiz oranlarının banka bildirimine yerine tamamen finansal işlemlere dayalı olması öngörülmektedir. Bu noktada, finansal işlemlerin fiyatlamalarında bulunan bileşkelerin ayrıştırılması önem kazanmaktadır. Basit bir tanımlamayla, piyasa faiz oranları, risksiz faiz oranı ile risk primlerinin bileşenidir. Vade primi, likidite primi ve kredi risk primi başlıca risk primlerini oluşturmaktadır olup, IBOR oranları gecelik işlemlerde vade primi hariç, kredi ve likidite risk primlerini içermektedir.

Bu hususta, önerilerden ilkinin oluşturan risksiz veya sıfır riske yakın olan, Fed'in 2018 yılı Nisan ayından itibaren açıklamaya başladığı ABD doları cinsinden türev ve kredi işlemlerine dayalı referans oranının (Secured Overnight Financing Rate - SOFR), gecelik borçlanma maliyetlerini yansıtması ve piyasaların LIBOR faizine bağımlılığını azaltması beklenmektedir.² SOFR, hazine repo piyasası işlemlerine dayanmakta ve gecelik vadede banka ve yatırımcılar hazine işlemlerini kullanarak kredi verebilmekte veya borçlanabilmektedir. Avrupa Merkez Bankası tarafından üretilen referans oranının (euro short-term rate - ESTER, Euro Bölgesi bankalarının teminatsız gecelik piyasada borçlanma maliyetlerini yansıtması bakımından önemli bir öneridir.³ Bu iki faiz oranı ile önerilen diğer gecelik vadeli risksiz faiz oranları, finansal aktörlere, IBOR'larda olduğu gibi banka kredi primlerindeki dalgalanmalar yerine genel faiz oranı değişikliklerinden korunma imkânı sunacaktır (Tablo II.1.II.2). Diğer taraftan, kredi riski içeren finansal sözleşmeler için risksiz ya da riski sıfıra yakın faiz oranları yerine, kredi risk primi içeren faiz oranlarını esas almak daha verimli olacaktır. Bu aynı zamanda, IBOR'a dayalı finansal sözleşmelerin devamlılığı için de önemli bir husustur.

² <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/sofr>

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180925.en.html>

Tablo II.1.II.2: Para Birimleri İtibarıyla Referans Faiz Oranı Önerileri

Oran	Gecelik	Vadeli
ABD Doları	SOFR (Secured Overnight Financing Rate)	Bileşik gecelik faiz swap'ı, bileşik gecelik faiz oranı
Euro	ESTER (Euro Short-Term Rate)	ESTER (Euro Short-Term Rate)
Yen	Teminatsız gecelik faiz oranı	TIBOR+ (Tokyo Interbank Offered Rate)
Sterling	SONIA (Sterling Overnight Index Average)	LIBOR+, SONIA
İsviçre Frangı	SARON (Swiss Average Rate Overnight)	LIBOR+, SAR (Swiss Average Rate)

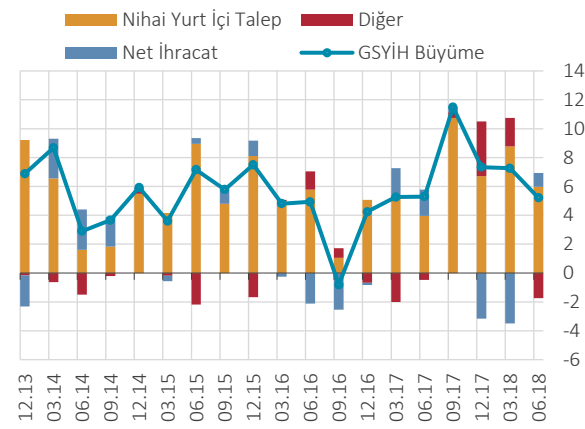
Kaynak: Finansal İstikrar Kurulu (FSB)

Finansal piyasalara katkısı değerlendirilerek IBOR'un Türkiye uygulaması 2002 yılında hayata geçirilmiştir. Türk Lirası Bankalararası Satış Oranını ifade eden TRLIBOR, günlük, haftalık, aylık, 2 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 9 aylık ve 1 yıllık vadelerde ilan edilmektedir. Bilanço büyüklüğünün en az yüzde 5'i kadar TL kredi ve yüzde 5'i kadar da TL mevduat sahibi olan bankaların oranları hesaplamaya katılmaktadır. TRLIBOR, örnekleme oluşturan verilerin yüzde 25'lik alt ve üst dilimleri hariç tutularak ve kalan kısmın aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. TRLIBOR'un finansal piyasalardaki ağırlığı değerlendirildiğinde, uygulama alanının dar ve TRLIBOR'a dayalı finansal işlem hacminin ise sınırlı olduğu görülmektedir.

II.2 Yurt İçi Gelişmeler

İktisadi faaliyette 2018 yılı ikinci çeyreğinde dengelenme gözlenmiş; yıllık GSYİH büyümesinde nihai yurt içi talebin katkısı gerilerken net ihracatın katkısı artmıştır. 2017 yılında yüzde 7,4 seviyesinde güçlü bir yükseliş kaydeden yıllık reel GSYİH büyümesi, 2018 yılı ikinci çeyreği itibarıyla yüzde 5,2'ye gerilemiştir. Harcama yönünden yıllık büyümeye katkılara bakıldığında, 2017 yılında yıllık büyümenin temel sürükleyicisi olan nihai yurt içi talebin katkısının 2018 yılının ikinci çeyreğinde gerilemeye başladığı görülmektedir (Grafik II.2.1). Aynı dönemde, 2017 yılında net altın ithalatına bağlı olarak artan “diğer” kaleminin büyümeye katkısında aşağı yönlü düzelleme yaşanmıştır. 2018 yılı ikinci çeyrekte, reel kurdaki düşüş ve yurt içi talepteki yavaşlamanın etkisiyle net ihracat yıllık büyümeye bir yüzde puan katkı yapmıştır.

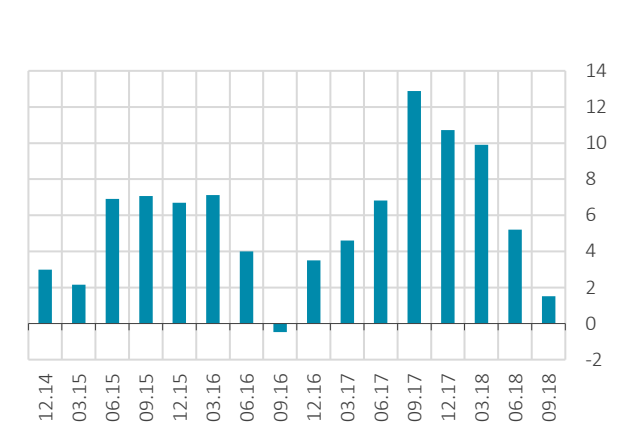
Grafik II.2.1: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar
(% Puan)



Kaynak: TÜİK

Son Gözlem: 06.18

Grafik II.2.2: Sanayi Üretim Endeksi
(Takvim Etkisinden Arındırılmış Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK

Son Gözlem: 09.18

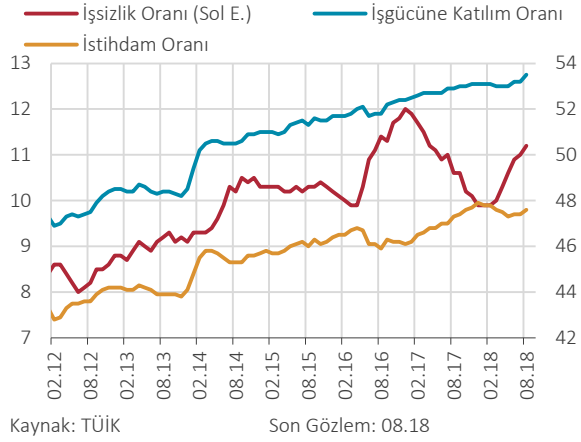
Mevcut Rapor döneminde açıklanan veriler iktisadi faaliyette ikinci çeyrek ile başlayan yavaşlama eğiliminin, Türk lirasındaki hızlı değer kaybının yanında döviz kurlarındaki oynaklığın ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkisiyle, iç talepte daha belirgin olmak üzere, üçüncü çeyrekte de devam ettiğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi büyümesi diğer öncü göstergeler ile uyumlu olarak üçüncü çeyrekte gerilemiştir (Grafik II.2.2). Diğer yandan, turizmdeki güçlü toparlanmanın desteğiyle net ihracat büyümeye katkısını sürdürmekte ve yurt içi talep koşullarının iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini kısmen sınırlamaktadır.

İktisadi faaliyette yaşanan ivme kaybının, işsizlik oranları ve istihdam üzerindeki yansımaları 2018 yılı ikinci çeyreğinden itibaren izlenmektedir. 2017 yılı boyunca önemli ölçüde azalan ve yüzde 9,9'a gerileyen mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı, 2018 yılı Ağustos ayı itibarıyla yüzde 11,2 oranında gerçekleşmiştir (Grafik II.2.3). İşgücüne katılım oranındaki yükseliş eğilimi de işsizlik oranlarını yukarı yönlü etkilemektedir.

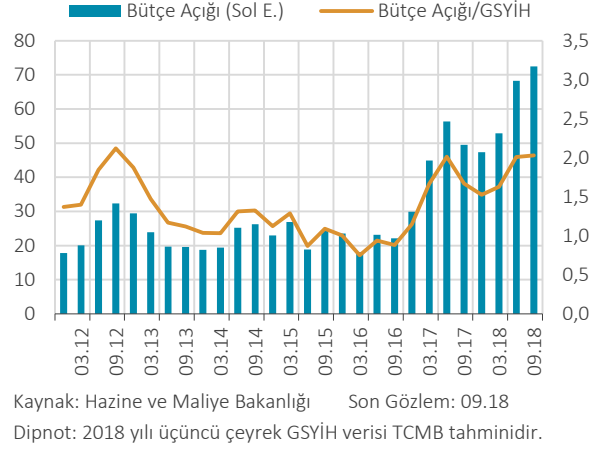
Son iki yıldır maliye politikasında gözlenen genişlemeye rağmen, vergi dışı gelirlerdeki artışın katkısıyla bütçe açığı görece düşük seviyelerini korumuştur. 2017 yıl sonunda yüzde 1,5 olan merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranı 2018 yılı Eylül ayı itibarıyla yüzde 2 olarak gerçekleşmiştir (Grafik II.2.4). 2018 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla, kamu yatırımlarındaki artış devam ederken, emeklilere verilen ikramiyelerin etkisiyle cari transfer giderleri yükselmiştir. Bedelli askerlik ve imar affından elde edilen gelirlerin katkısıyla son dönemde vergi dışı gelirlerdeki artış oranının vergi gelirlerine göre daha fazla olduğu görülmektedir. İthalde alınan KDV'de kur değişimleri kaynaklı artış gözlenirken, dâhilde alınan KDV'nin ve özellikle ÖTV tahsilatlarının iç talepteki yavaşlama ve akaryakıttaki vergi ayarlamalarının etkisiyle daha sınırlı arttığı izlenmektedir. Merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının önümüzdeki dönemde yatay seyretmesi

beklenmektedir. Yeni Ekonomi Programı kapsamında açıklanan tasarruf tedbirleri ve gelir artırıcı önlemlerin uygulanması mali disiplini destekleyecektir.

Grafik II.2.3: İşgücü
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

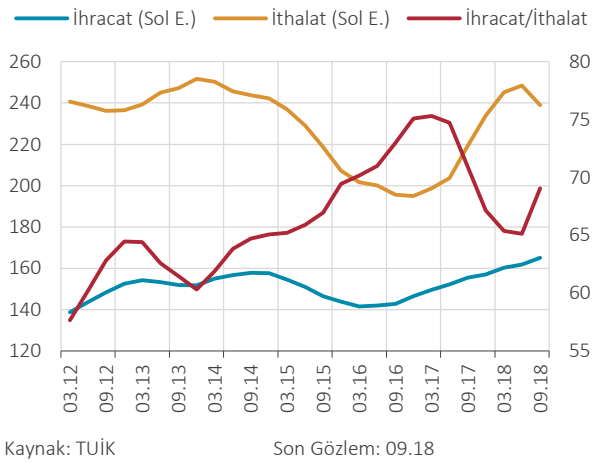


Grafik II.2.4: Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi
(12 Ay Birikimli, Milyar TL, %)

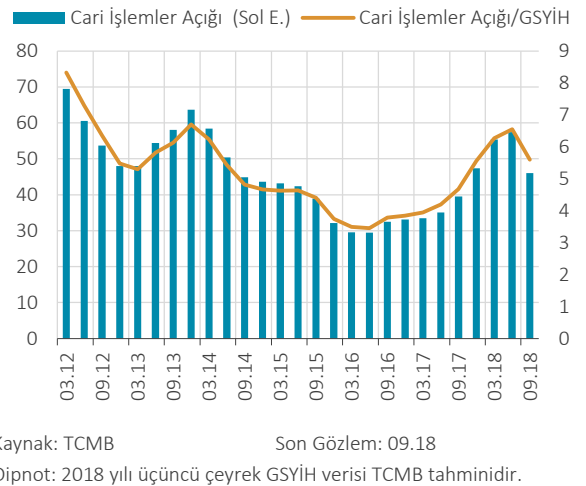


2017 yılında, yurt içi talep kaynaklı büyümenin etkisiyle azalan ihracatın ithalatı karşılama oranı, son dönemde yaşanan dengelenme süreci ile birlikte tekrar artmaya başlamıştır (Grafik II.2.5). Uzun dönem eğilimleri gösteren 12 aylık birikimli veriler incelendiğinde, 2018 yılı Eylül ayında gerek manşet gerekse altın ve enerji hariç dış ticaret açığının önemli oranda azalış gösterdiği dikkat çekmektedir. Yakın dönem eğilimlerine bakıldığında, dış ticaret açığının temelde ithalattaki daralma kaynaklı iyileşme kaydettiği, güçlü turizm ve ihracat gelirlerinin de dengelenmede önemli katkısının olduğu izlenmektedir. İthalattaki yavaşlama eğiliminin giderek güçlendiği, işlenmemiş altın ithalatının da gerileyerek tarihsel ortalamasına yakınsadığı gözlenmiştir. Öncü göstergeler, ihracatın 2018 yılı Eylül ayı sonrasında da olumlu performansını devam ettireceğine işaret etmektedir. Diğer yandan, uluslararası ticarete korumacı eğilimlerin görülmesi, ihracat ve dış ticaret üzerinde hem doğrudan hem de alternatif pazarlarda rekabetin artması yoluyla dolaylı olarak aşağı yönlü riskler barındırmaktadır. Bu nedenle, ihracatçı firmaların verimlilik odaklarını sürdürmeleri, ihracat pazarlarını çeşitlendirmeleri ve pazar paylarını korumaları önem taşımaktadır. ABD tarafından getirilen ek vergilere rağmen yakın dönemde demir-çelik sektörünün güçlü ihracat performansını sürdürebilmesi bu kapsamda olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Grafik II.2.5: Dış Ticaret
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, %)



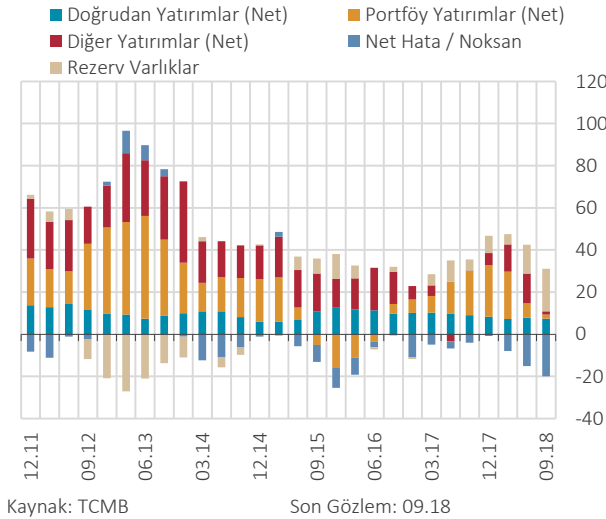
Grafik II.2.6: Cari Açık
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, %)



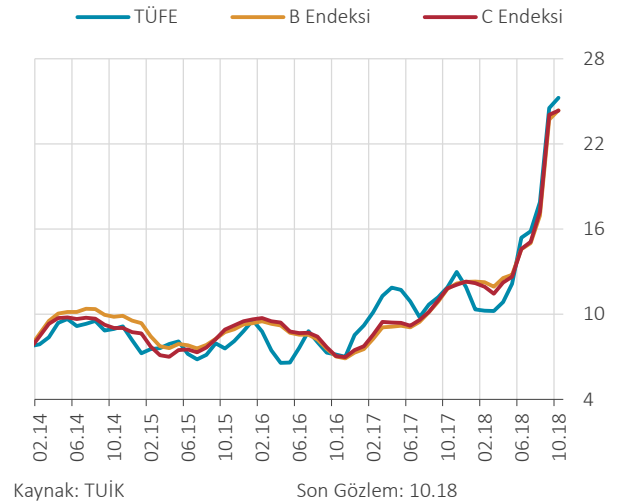
Yurt dışı talep koşullarının canlı seyri ve reel efektif kurdaki düşüş, mal ihracatının yanı sıra turizm sektörü başta olmak üzere hizmet sektörünü desteklemektedir. Bu kapsamda, dış ticaret açığındaki daralmayla beraber, seyahat ve diğer taşımacılık gelirlerindeki güçlü toparlanma eğilimi de cari dengeye olumlu katkı vermektedir. 2017 yılında, güçlü ithalat talebi ve enerji fiyatlarındaki yükselişle artan cari açık, 2018 yılı ortasında zirve yapmış; Eylül ayı itibarıyla cari açığın GSYİH'ye oranı yüzde 5,6 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik II.2.6). Önümüzdeki dönemde mal ve hizmet ihracatının büyümeye güçlü desteğinin sürmesi ve iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak ithalat talebindeki yavaşlamanın cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir. Cari açık üzerinde dış finansman giderlerindeki yükseliş kaynaklı yukarı yönlü; turizm gelirlerinde beklenenden daha güçlü artış ve iç talepte beklenenden daha zayıf seyir kaynaklı aşağı yönlü riskler bulunmaktadır.

Cari açığın finansman tarafı incelendiğinde, 12 aylık birikimli değişimlere göre son dönemde cari açık ile net sermaye girişleri arasındaki farkın açıldığı görülmektedir (Grafik II.2.7). Yakın dönemdeki sermaye çıkışında, ağırlıklı olarak yurt içi bankaların YP likit tamponları arasında yer alan ve muhabir bankalar nezdinde bulunan yurt dışı serbest hesap bakiyesinin, tarihsel ortalamalarının üzerinde tutulması etkili olmuştur. Bu gelişme, bankaların YP likidite tercihlerinin artmasının yanı sıra, sektörde YP kredi talebinin ve bakiyesinin düşmesinden kaynaklanmaktadır. Ağustos ayında, finansal piyasaların etkin işleyişinin desteklenmesi ve bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlanması amacıyla ZK oranlarının indirilmesi de bankaların önceden TCMB nezdinde tuttıkları dövizlerin bir kısmını farklı alanlarda değerlendirmelerine imkân sağlamıştır. Bunlara ek olarak, bankaların yurt dışı borç bakiyesi Ağustos ayından itibaren gerilemekte olup, bankaların dış finansal şoklara karşı kullanabilecekleri nakit, yurt dışı serbest hesaplar, serbest eurobond, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM) rezervleri ve YP zorunlu karşılıklardan oluşan likit tamponları, 1 yıl içinde vadesi dolacak dış borçlarını karşılayabilecek düzeydedir. Bankaların net para takası pozisyonu ile TCMB tarafından sağlanan döviz depo imkânı da dış şoklara karşı ilave tampon oluşturmaktadır. Dış borçların büyük çoğunluğunun uzun vadeli olması ve geniş kreditor profili yeniden finansman riskini azaltıcı diğer unsurlardır.

Grafik II.2.7: Cari Açığın Finansman Kalemleri
(12 Ay Birikimli, Milyar ABD Doları)



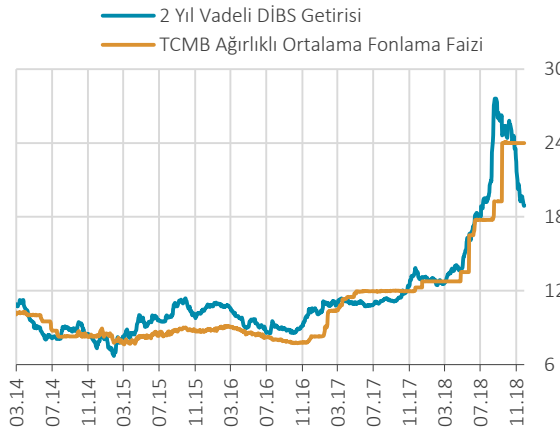
Grafik II.2.8: Fiyat Endeksleri
(Yıllık % Değişim)



2018 yılı Ekim ayında yıllık tüketici fiyatları enflasyonu yüzde 25,2 olmuştur (Grafik II.2.8). Fiyat artışları alt gruplar geneline yayılmış, yıllık enflasyondaki yükselişin ana sürükleyicisi temel mal, gıda ve enerji grupları olmuştur. Ağustos ayındaki döviz kuru gelişmelerinin yansımaları birçok kalem üzerinde belirgin ölçüde hissedilirken, başta hizmetler grubu olmak üzere döviz kuru geçişkenliği görece düşük olan kalemlerde de yüksek fiyat artışları kaydedilmesi dikkat çekmektedir. Üretici fiyat gelişmeleri özellikle enerji ve ara malları kanalıyla maliyet baskılarının güçlendiğine işaret etmektedir. Bu görünüm altında çekirdek

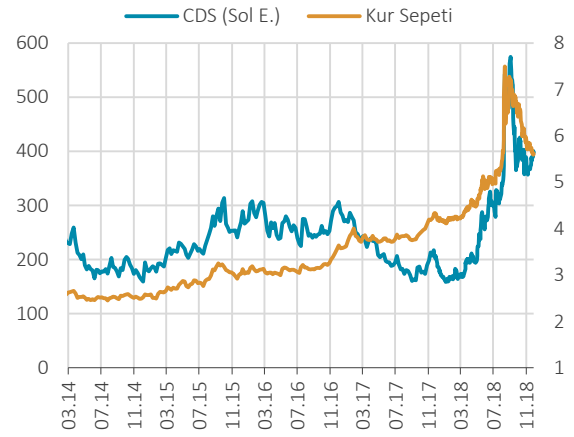
göstergelerin yıllık enflasyonu ve ana eğilimi sert bir yükseliş göstermiş; Ekim 2018 itibarıyla B ve C endeksleri sırasıyla yüzde 24,4 ve yüzde 24,3 seviyelerine ulaşmıştır. Son dönemde, döviz kuru oynaklığının enflasyon belirsizliğini artırdığı, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişin güçlendiği, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı ve fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir. Fiyatlama davranışlarında gözlenen bozulma ve Türk lirasında kaydedilen birikimli değer kaybı sonucu artan maliyet baskıları enflasyon beklentilerini ve enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Öte yandan, yurt içi talep koşullarının, para politikasındaki sıkı duruşun ve Yeni Ekonomi Programı kapsamında öngörülen koordineli adımların enflasyona düşüş yönünde destek vermesi beklenmektedir.

Grafik II.2.9: Faiz Gelişmeleri
(Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB Son Gözlem: 28.11.18

Grafik II.2.10: 5 Yıl Vadeli CDS ve Kur Sepeti
(Baz Puan, TL)



Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 28.11.18

2018 yılı ikinci çeyreğinden bu yana, özellikle Ağustos ayında, finansal piyasalarda gözlenen yüksek oynaklık ve sağlıksız fiyat oluşumları ile maliyet yönlü baskılar ve bunun ikincil etkileri enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bu çerçevede TCMB, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla para politikasını sıkılaştırmış; politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını Eylül ayında yüzde 24'e yükseltmiştir. Ağustos ayı ortasında iki yıl vadeli tahvilin getirisi ile TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi arasındaki fark açılmış (Grafik II.2.9); kredi temerrüt takası (CDS) primlerinde ve döviz kurlarında da yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır (Grafik II.2.10). Yurt dışı finansman koşullarına ilişkin belirsizliklerin azalması, para politikasındaki güçlü sıkılaştırma, jeopolitik gelişmelerdeki iyileşme ve koordineli tedbirlerin etkisiyle Eylül ayı ortasından bu yana finansal piyasa göstergelerinde belirgin düzelmeye gözlenmektedir.