

I. Finansal İstikrarı Etkileyen Uluslararası ve Ulusal Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanma halen yavaş seyrederken, ülkelerin büyüme eğilimlerindeki farklılaşma dikkat çekmektedir. İktisadi faaliyetteki zayıf görünüm ve petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak enflasyon oranları düşük seyretmektedir. Gelişmiş ülke para politikaları halen büyümeyi desteklemekle birlikte Fed ve ECB para politikaları birbirinden ayrılmaktadır. Ancak, toparlanmaya destek olmak üzere yürütülen gevşek para politikaları gelişmiş ülkeler için bazı finansal riskler de doğurmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bankacılık sektörü ekonomik toparlanmaya yeterli desteği vermezken, risklerin özellikle banka dışı finansal kesimde yoğunlaştığı dikkat çekmektedir. Fed'in olası faiz artırımına ilişkin beklentiler ve jeopolitik risklerle küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları dalgalı seyretmektedir.

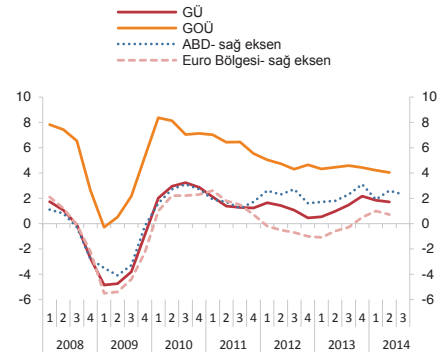
Güncel öncü göstergeler, 2014 yılı ikinci çeyreğinde yavaşlayan Türkiye ekonomisinin üçüncü çeyrekte daha iyi bir performans sergileyeceğine işaret etmektedir. Ancak, finansal piyasalarda devam eden oynaklık ve dış talepteki kırılganlıklar toparlanma süreci için aşağı yönlü riskler olarak önemini korumaktadır. Küresel belirsizliklerin devam ettiği bu dönemde alınan makro ihtiyati tedbirlerin ve sıkı para politikası duruşunun, ekonomik ve finansal istikrarı tehdit edebilecek kırılganlıkları sınırlamakta etkili olduğu görülmektedir.

I.1. Uluslararası Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanma halen yavaş seyretmekte ve ülkeler arasında büyüme dinamikleri farklılaşmaktadır. ABD ekonomisi toparlanırken, Euro bölgesi ve Japonya'da ekonomik büyüme oldukça kırılgan ve zayıf bir görünüm arz etmektedir (Grafik I.1.1). Gelişmekte olan ekonomilerde ise büyüme hızı ivme kaybetmektedir. Son dönemde emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü hareketin, emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerini olumsuz etkileyebileceği değerlendirilmektedir. ABD ve Euro bölgesi imalat sanayi PMI endeksleri, önümüzdeki dönemde Euro bölgesinde toparlanmanın güç kaybedebileceğine,

Grafik I.1.1

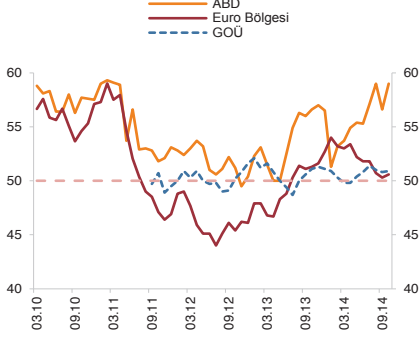
Küresel ve Gelişmiş Ülkelerde Büyüme Oranları¹
(Yüzde, Yıllık)



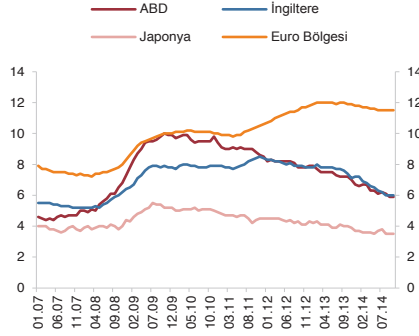
(1) Toplulaştırma yapılırken ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik I.1.2

İmalat Sanayi PMI Endeksleri

**Grafik I.1.3**

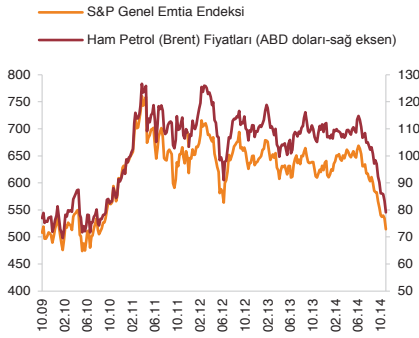
Seçilmiş Gelişmiş Ekonomilerde İşsizlik Oranları (Yüzde, Yıllık)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 10.14)

Grafik I.1.4

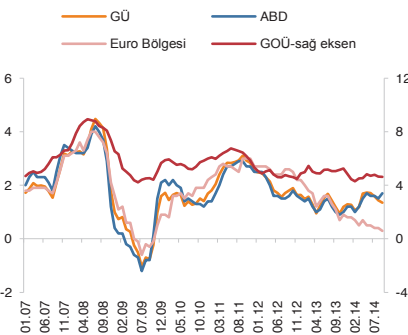
S&P Genel Emtia Endeksi ve Brent Petrol Fiyatları (Endeks, ABD Doları)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 14.11.14)

Grafik I.1.5

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları (Yüzde, Yıllık)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 09.14)

ABD'nin gelişmiş ülkelerin büyümesinde itici faktör olacağına işaret etmektedir (Grafik I.1.2). İmalat sanayi PMI endeksleri, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızındaki yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de devam edeceğini göstermektedir. ABD işgücü piyasasındaki olumlu görünüm devam ederken, Euro bölgesinde işsizlik oranı yüksek seyretmektedir (Grafik I.1.3). Ancak, ABD'de işgücüne katılım oranındaki aşağı yönlü eğilim işsizlik oranının düşmesinde halen önemli rol oynamaktadır. Ayrıca yarı zamanlı istihdamın kriz öncesi seviyelerin üzerinde seyretmeye devam etmesi, ABD'de istihdam piyasasının henüz tam olarak sağlıklı bir görünüme kavuşmadığını göstermektedir.

Küresel iktisadi faaliyetteki zayıf görünüm ve emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim küresel enflasyon oranlarının düşük seyretmesinde etkili olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde yüksek çıktı açığı devam etmektedir. İktisadi faaliyetteki zayıflıkla beraber petrol fiyatları düşüş eğilimindedir (Grafik I.1.4). Ayrıca, özellikle ABD'de ücretler enflasyon açısından yukarı yönlü bir baskı oluşturmamaktadır. Bu gelişmelere bağlı olarak gelişmiş ekonomilerde enflasyon, hedeflerin altında seyretmeye devam etmektedir (Grafik I.1.5). Euro bölgesinde deflasyon tehdidi sürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise enflasyon yatay bir seyir izlemektedir.

Gelişmiş ülke para politikaları büyümeyi desteklemeye devam etmekte ancak büyüme görünümündeki farklılaşmaya bağlı olarak Fed ve ECB para politikaları birbirinden ayrılmaktadır. Fed ekonomideki iyileşmeye paralel olarak 2014 yılı Ocak ayında azaltılmaya başlanan varlık alım programını, 2014 yılı Ekim ayı toplantısında sonlandırmıştır. Önümüzdeki süreçte Fed'in faiz artırımlarına başlaması beklenmektedir. Ancak, enflasyonun düşük seyretmesi ve istihdam piyasasında kalıcı iyileşmenin sağlanamamasından dolayı faiz artırımının beklenenden daha geç ve yavaş gerçekleşmesi söz konusu olabilecektir. ABD'de para politikasındaki normalleşmenin aksine ECB, negatif faiz uygulamasına geçmiş olup, Ekim ayında varlık alım programına başlamıştır. Ancak, Euro bölgesinde enflasyon görünümünün iyileşmemesi ECB'nin daha fazla adım atmasını gerektirebilecektir. ECB'ye benzer bir şekilde, Japonya Merkez Bankası (BoJ) da 2013 yılı Nisan ayında başlattığı parasal genişleme programı çerçevesinde uyguladığı varlık alımlarının tutarlarını 2014 yılı Ekim ayı içerisinde artırmıştır.

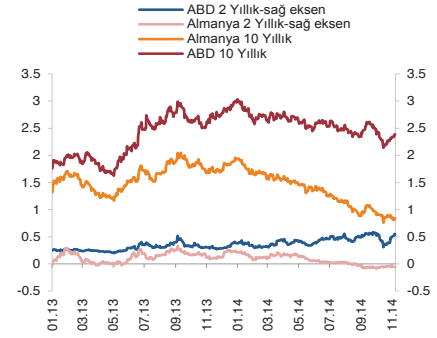
Destekleyici para politikaları nedeniyle oluşan düşük faiz ortamı gelişmiş ülkeler için bazı finansal risklere de yol açmaktadır. Anılan politikaların etkisiyle tahvil getirileri ve risk primleri düşerken borsa endeksleri ve fiyat kazanç oranları yükselmektedir (Grafik I.1.6 ve I.1.7). Konut fiyatlarındaki güçlü artış eğilimi de sürmektedir (Grafik I.1.8). Finansal piyasalarda oynaklık düşük seviyelere gerilemiş olup, işlem hacimleri ve piyasa derinliği azalmıştır.

Gelişmiş ülkelerde finansal piyasalardaki risklerin özellikle banka dışı kesimde yoğunlaştığı görülmektedir. Bankacılık sektörünün kaldırıcı düşerken, gölge bankacılık faaliyetleri yürüten serbest fonlar ve borsa yatırım fonları gibi kuruluşların yüksek kaldıraca sahip olması ve vade uyumsuzluğuna maruz kalması, yeniden fiyatlamalardan en yoğun etkilenebilecek sektörün banka dışı finansal sektör olacağına işaret etmektedir (Özel Konu IV.6). Banka dışı finansal sektörün son dönemde reel kesimin fonlanmasında önemli bir rol üstlenmesi, sektörde oluşabilecek problemlerin reel kesim üzerindeki olumsuz etkilerinin daha belirgin olabileceğine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, küresel büyüme dinamiklerindeki kırılganlığın sürmesi durumunda düşük faiz ortamından kaynaklanabilecek risklerle mücadelede para politikasından ziyade makro ihtiyati politikaların ön plana çıkması beklenmektedir.

Gelişmiş ülkelerde, özellikle Euro bölgesinde, bankacılık sektörü ekonomik toparlanmaya yeterli desteği vermemektedir. ABD'de bankacılık sektörü kredileri artarken, Euro bölgesinde krediler azalmaya devam etmektedir (Grafik I.1.9). Euro bölgesinde bankalar bilançolarını küçültmekte ve risk almaktan kaçınmaktadır. Bu gelişmede hem talep hem de arz yönlü faktörlerin etkili olduğu düşünülmektedir. Yüksek borçluluk seviyesi kredi talebini sınırlarken, kriz sonrası sorunlu kredi ve bilanço kısıtları ile karşılaşan bankacılık sektörünün kredi arzı daralmıştır. Bankaların, sermayelerini güçlendirme ve bilançolarını daha sağlıklı bir yapıya kavuşturma çabaları sürmektedir. ECB'nin bankacılıktan sorumlu tek denetim otoritesi olmadan önce gerçekleştirmiş olduğu kapsamlı değerlendirme çalışmasının, Euro bölgesindeki bankalara güveni tekrar sağlayacağı ve bankacılık sektörünün ekonomik toparlanmaya daha fazla destek olmasına imkân tanıyacağı değerlendirilmektedir (Kutu I.1.1).

Grafik I.1.6

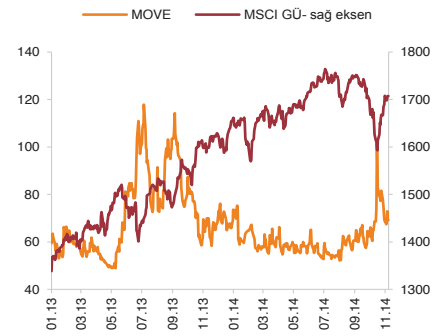
ABD ve Almanya Hazine Tahvil Getirileri (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 7.11.14)

Grafik I.1.7

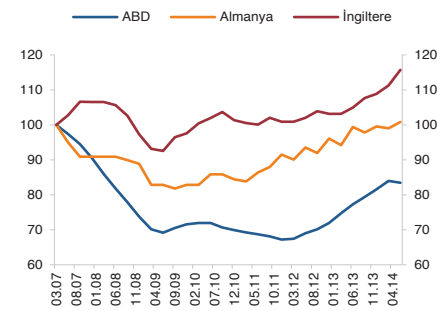
Gelişmiş Ülkelerde MSCI Endeksi ve MOVE Endeksi Değişimleri



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 7.11.14)

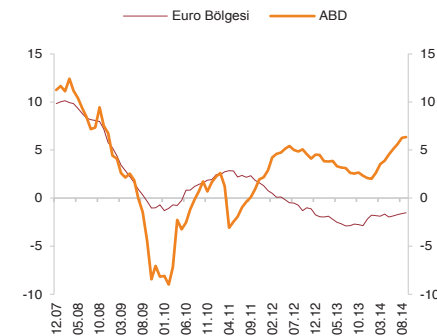
Grafik I.1.8

Gelişmiş Ülkelerde Konut Fiyatları Endeksi*

*31.03.2007=100
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 06.14)

Grafik I.1.9

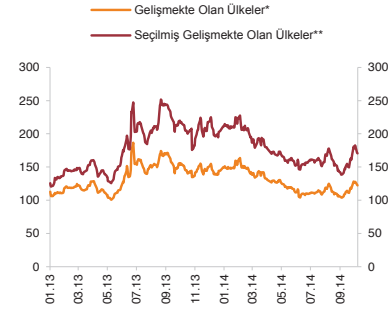
ABD ve Euro Bölgesinde Kredi Büyümesi (Yıllık)



Kaynak: Fed, ECB (Son Veri: 09.14)

Grafik I.1.10

Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS Primleri



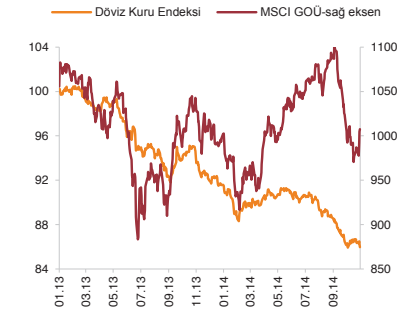
*Gelişmekte Olan Ülkeler arasında Brezilya, Çek C, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Polonya, Romanya, Türkiye ve şil yer almaktadır.

** Seçilmiş Gelişmekte olan ülkeler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve G.Afrika CDS primleri kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 7.10.14)

Grafik I.1.11

Gelişmekte Olan Ülkeler Kur* ve MSCI Endeks Değişimleri

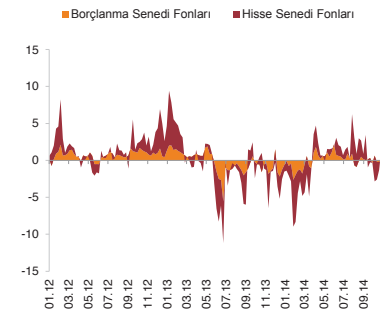


*Döviz kur endeksi Arjantin, Brezilya, Şil, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye'nin yerel para birimlerinin ABD doları değerinin basit ortalaması olarak oluşturulmuştur. (01.01.2013=100)

Kaynak: TCMB Hesaplamaları, Bloomberg (Son Veri: 30.10.14)

Grafik I.1.12

Gelişmekte Olan Ülkelerde Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR (Son Veri: 29.10.14)

Fed'in faiz artırım sürecine ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik risklerle, küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu duruma bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde kur, faiz, borsa ve risk primi göstergeleri de dalgalanmaktadır (Grafik I.1.10 ve Grafik I.1.11). Önümüzdeki yıl Fed'in olası faiz artırımını sermaye hareketleri üzerinde aşağı yönlü riskleri artırırken, ECB ve BoJ'un parasal genişleme politikaları bu riskleri kısmen telafi edebilecektir (Grafik I.1.12). Bununla birlikte, uluslararası yatırımcıların risk iştahındaki olası bir azalmayla birlikte önümüzdeki dönemde sermaye hareketlerinin ülkelere özgü unsurlara olan duyarlılığının artması beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal şoklara karşı dayanıklılık seviyesi küresel sermaye akımlarının yöneleceği ülkeler için belirleyici olacaktır. Bu açıdan, gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümleri, enflasyon oranları ve dış kırılganlıklarının küresel sermaye akımlarında etkili olabileceği değerlendirilmektedir (Tablo I.1.1).

Gelişmiş ülkelerin para politikası tercihleri önümüzdeki dönemde ülkemizi etkilemeye devam edecektir. Küresel büyüme hızındaki yavaşlamanın gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşmeyi geciktirmesi halinde aşırı borçlanmanın tetiklenmesi riski söz konusu olabilecektir. Bu durumda, finansal sistemin dayanıklılığını artırma ve basiretli borçlanmayı teşvik amaçlı tedbirler önem arz edecektir.

Tablo I.1.1

Gelişmekte Olan Ülkelerde Seçilmiş Göstergeler*

	Brezilya	Macaristan	Hindistan	Endonezya	Meksika	Polonya	Rusya	G. Afrika	Türkiye
Büyüme ¹	0,3	2,8	5,6	5,2	2,4	3,2	0,2	1,4	3,3
Enflasyon ¹	6,2	1,8	7,6	5,2	4,0	0,0	8,3	6,3	8,9
Bütçe Dengesi / GSYİH ¹	-3,9	-2,9	-7,2	-2,5	-4,2	-3,2	-0,9	-4,9	-1,4
Carî İşlemler Dengesi / GSYİH ¹	-3,5	2,5	-2,1	-3,2	-1,9	-1,5	2,7	-5,7	-5,7
Kamu Borcu / GSYİH ¹	65,8	79,1	60,5	26,2	48,0	49,4	15,7	47,9	33,1
Reel Kredi Büyümesi ^{2,5}	6,4	-6,0	5,0	11,0	5,3	4,2	10,6	1,9	10,1
Dış Borç / GSYİH ³	23,5	155,2	22,0	33,3	34,2	70,5	35,5	41,6	49,4
Kısa Vadeli Dış Borç / Rezervler ³	11,3	54,5	27,8	44,7	53,4	45,6	19,0	75,4	98,6
Hanehalkı Borcu / GSYİH ⁴	-	28,1	8,1	16,3	14,2	34,6	81,2	37,9	19,2
Finansal Olmayan Firma Borcu / GSYİH ⁴	-	87,5	45,9	20,3	11,4	41,8	31,0	31,7	45,1
Şermaye Yeterlilik Oranı ⁵	15,5	16,6	12,6	18,9	15,9	15,7	12,8	14,6	15,9
Özkaynak/Aktif ⁵	9,3	10,7	7,0	12,7	10,3	9,1	11,1	7,7	11,4
Takipteki Alacaklar Oranı ⁵	2,9	16,3	4,0	2,1	3,2	5,0	6,5	3,4	2,9
Kredi/Mevduat ⁵	85,0	110,0	89,5	100,2	111,1	115,7	152,9	187,6	119,9

*Türkiye verilerinde TCMB yılsonu enflasyon tahmini, OVP ve BDDK aylık bülten baz alınmıştır.

¹ IMF 2014 yılsonu tahminlerini yansıtmaktadır.

² BIS 2014 1. çeyrek kredi büyümesi verileri ve IMF'nin yılsonu enflasyon tahminleri kullanılarak hesaplanmıştır.

³ Dış borç verileri IMF 2014 2. çeyrek verilerini içermektedir. Kısa vadeli dış hesaplamalarında orijinal vadeler dikkate alınmıştır.

⁴ BIS 2014 1. çeyrek borç verilerinin IMF 2014 yılsonu GSYİH tahminlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır.

⁵ 2014 Bankacılık 2. çeyrek verilerini yansıtmaktadır. Polonya'nın tüm verileri ve Macaristan'ın kredi/mevduat oranı verisi 2013 yılsonu itibarıdır. Türkiye verileri 2013 3. çeyrek sonu verilerini yansıtmaktadır.

Kaynak: BIS, Ülke Otoriteleri, IMF

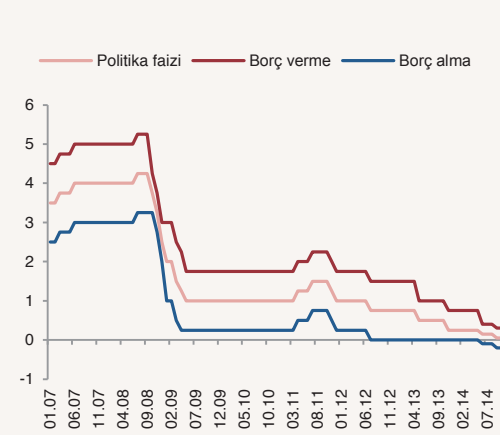
Kutu
I.1.1

Euro Bölgesi'nde İktisadi Faaliyetin Desteklenmesi ve Deflasyonla Mücadele Edilmesi Amacıyla Alınan Önlemler

Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitenin desteklenmesi ve bankaların kredi sağlama fonksiyonlarının teşvik edilmesi amacıyla bir dizi önlem alınmıştır. ECB borç verme faizlerinin yüzde 0'a yakın düzeye indirilmesi, borç alma faizinin negatife çekilmesi, varlık alım programına başlanması, uzun vadeli finansman operasyonlarının uygulamaya geçmesi ve bankalara yönelik kapsamlı değerlendirme çalışmaları Euro Bölgesi'nde son dönemde alınan önlemlerin başında gelmektedir.

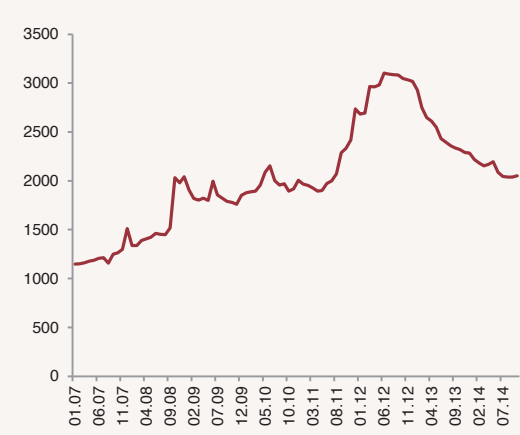
ECB Haziran ayında gerçekleştirmiş olduğu para politikası toplantısında bankaların ECB'de tuttıkları zorunlu karşılık tutarını aşan mevduata ödediği faizi ilk defa negatife çekerek yüzde -0,10 olarak belirlemiştir. Eylül ayında gerçekleştirilen para politikası toplantısında ise faiz oranları yeniden indirilerek borç verme, politika faizi ve borç alma için sırasıyla yüzde 0,3, yüzde 0,05 ve yüzde -0,2 olarak değiştirilmiştir (Grafik I.1.1.1). Diğer taraftan ECB bilançosunda yer alan borç alma miktarları incelendiğinde, negatif faiz uygulaması öncesinde yaklaşık 88 milyar Euro olan fazla rezerv miktarının alınan kararlara rağmen önemli ölçüde değişmediği dikkat çekmektedir. Bu açıdan negatif faiz uygulamasının beklenen etkiyi yaratmadığı düşünülmektedir.

Grafik I.1.1.1

ECB Politika Faizlerinin Gelişimi
(Yüzde)

Kaynak: Bloomberg

Grafik I.1.1.2

ECB Bilanço Büyüklüğünün Gelişimi
(Milyar Euro)

Kaynak: ECB

ECB, Ekim ayı içerisinde en az 2 yıl devam etmesi planlanan varlık alım programına başlayacağını duyurmuştur. ECB bu kapsamda Ekim ayında varlık teminatlı menkul kıymet; Kasım ayı içerisinde ise varlığa dayalı menkul kıymet alımlarına başlamıştır. ECB Ekim ayında 4,8 milyar Euro varlık teminatlı menkul kıymet alımı gerçekleştirmiştir. Piyasada nitelikli mevcut varlık teminatlı menkul kıymet tutarının 140 milyar Euro olduğu ve varlığa dayalı menkul kıymet miktarının sınırlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda varlık alım programının ECB bilançosuna etkisinin çok büyük olmayacağı değerlendirilmektedir. Son dönemde, ECB'nin bilançosunu büyümesi için kamu menkul kıymetlerini satın alması gerektiğine yönelik yorumlar bulunmaktadır.

ECB Haziran 2014'te uzun vadeli hedefe yönelik finansman operasyonlarına (TLTROs) başlamıştır. ECB, Eylül 2014 ile Haziran 2016 tarihleri arasında her 3 ayda bir uzun vadeli finansman ihalesi düzenleyecek olup fonlamaların vadesi Eylül 2018 olarak belirlenmiştir. Toplamda 8 fonlama ihalesinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Finansal kuruluşların fonlama imkânından alacakları pay 30 Nisan 2014 itibarıyla hanehalkı ve reel sektöre mevcut durumda verdikleri kredilerin (konut kredileri hariç) yüzde 7'si olarak belirlenmiştir. Eylül ve Aralık 2014 döneminde gerçekleştirilecek fonlamalarda bu miktarın baz alınacağı açıklanmış olup bir kuruluşun sağladığı fonlama tutarı bu oranı geçemeyecektir. Diğer ihraçlarda ise finansman tutarı, finansal kuruluşların 30 Nisan 2014'e göre hanehalkı ve reel sektöre sağladığı ek kredilerin (konut kredileri hariç) 3 katına kadar arttırılabilecektir. Sağlanan fonlamalara uygulanacak faiz oranı fonlamanın sağlandığı tarih itibarıyla piyasada uygulanan politika faiz oranına 10 baz puan prim eklenerek belirlenecektir. Uzun vadeli finansman operasyonlarının finansal kuruluşların hanehalkı ve reel sektöre kredi sağlamasını teşvik ederek ekonomik aktiviteye katkı sunması beklenmektedir. Nisan 2014 itibarıyla Euro Bölgesinde faaliyet gösteren bankaların hanehalkı ve reel sektöre sağladıkları kredi toplamı (konut kredileri hariç) yaklaşık 5,7 trilyon Euro'dur. Buna göre bankaların TLTRO işlemlerinden sağlayabileceği azami fonlamanın yaklaşık 400 milyar Euro olduğu görülmektedir. Eylül 2014'te yapılan TLTRO ile 738 finansal kuruluşa sağlanan 82,6 milyar Euro, bankaların sağlayabileceği azami fonlamanın önemli ölçüde altında kalmaktadır. Bu kuruluşlar kalan limitlerini Aralık 2014'te yapılacak ihalede kullanabilecektir. Diğer taraftan, ECB'nin para politikası kararlarının gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını etkilemesi beklense de, yapılan sayısal çalışmalarda ECB uygulamalarının Fed'in para politikası kararları kadar etkili olmayacağı tahmin edilmektedir (IIF,2014). Sonuç olarak, negatif faiz uygulaması sonucunda bankaların ECB'de fazla rezerv olarak tuttıkları miktarı önemli ölçüde değiştirmemesi ve TLTRO imkanlarının yeterince kullanılmaması, Euro Bölgesi'nde kredi talebi ve arzının hâlâ düşük olduğuna işaret etmektedir.

Euro Bölgesi'nde bankalara yönelik olarak kapsamlı değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Kapsamlı değerlendirme çalışması, bankaların mevcut finansal durumunun doğru yansıtıldığına ortaya çıkarılması, problemlerin tespit edilmesi, düzeltici eylem planlarının oluşturulması ve bankaların sağlıklı ve güvenilir bir yapıya sahip olduğunun tespit edilmesine odaklanmaktadır. Çalışma kapsamına alınan 130 bankanın toplam varlıkları Euro Bölgesi toplam varlıklarının yüzde 82'sini oluşturmaktadır. Çalışma 2013 yılsonu verileri dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir. Kapsamlı değerlendirme çalışması, varlık kalitesinin gözden geçirilmesi ve bankalara stres testi uygulaması olmak üzere iki ana başlığa ayrılmaktadır. Ekim ayında açıklanan kapsamlı değerlendirme sonuçlarına göre testleri geçemeyen 25 bankanın varlık kalitesinin gözden geçirilmesi ve stres testi çalışmalarından doğan 25 milyar Euro sermaye açığı bulunmaktadır. Diğer taraftan Ekim 2014 verileri değerlendirildiğinde bazı bankaların sermaye açıklarını giderdiği ve kalan sermaye açığı miktarının yaklaşık 9,5 milyar Euro'ya gerilediği görülmektedir. Sermaye açığı bulunan bankaların Kasım ayı içerisinde sermaye planları sunması gerekmektedir.

1.2. Ulusal Gelişmeler

GSYİH 2014 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,3 oranında artarak tarihsel ortalamaların altında bir seyir sergilemiştir (Grafik 1.2.1). Gerek yurt içi gerekse yurt dışı talepteki zayıf seyir bu gelişmede etkili olmuştur (Grafik 1.2.2). Öncü göstergeler yılın ikinci yarısında ekonomik görünümde sınırlı da olsa bir iyileşmeye işaret etmekle birlikte; küresel para politikalarına ilişkin belirsizlikler, jeopolitik gelişmeler ve dış talepteki zayıf seyir toparlanma süreci üzerinde riskler oluşturmaktadır.

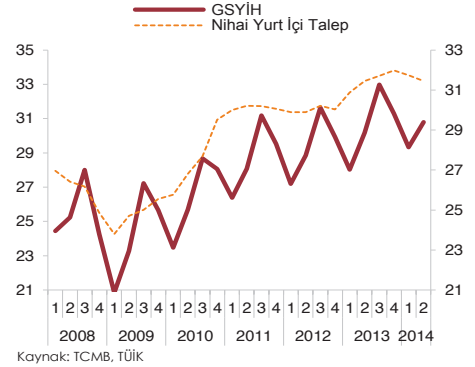
Ekonomideki yavaşlama işsizlik oranlarının belirgin biçimde artmasına neden olmuştur. Toplam ve tarım dışı işsizlik oranları son Finansal İstikrar Raporu'nun yayınlandığı Mayıs 2014 ayı itibarıyla yüzde 9,6 ve 11,6 düzeylerindeyken, Ağustos 2014 itibarıyla yüzde 10,4 ve 12,4 seviyelerine ulaşmıştır (Grafik 1.2.3). Diğer taraftan, işgücüne katılım oranı son yıllardaki görece yüksek seviyesini korumaktadır.

Cari işlemler açığındaki iyileşmenin devam etmesi beklenmektedir. Bu durumun gerçekleşmesinde, uygulanan sıkı para politikası ve alınan makro ihtiyati tedbirlere bağlı olarak kredi büyümesinin makul seviyelerde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Bununla birlikte, küresel talepteki azalma ve jeopolitik gelişmeler nedeniyle ihracatta uzun süredir devam eden artışın zayıflaması ve yurt içi talepteki canlanma işaretleri de dikkate alındığında, ithalatta görülen ılımlı artışa bağlı olarak net ihracatın büyümeye katkısının yılın ikinci yarısında görece olarak zayıflaması beklenmektedir (Grafik 1.2.4).

Küresel düzeyde artan oynaklığın etkisiyle yılın ikinci yarısında ülkemize yönelen sermaye akımları zayıf ve dalgalı bir görünüm sergilemiştir. (Grafik 1.2.5) Yılın ikinci çeyreğinde gerek küresel gerekse ülkemize özgü risk algılamalarındaki iyileşme neticesinde ülke risk primimiz hızla düşmüştür. Ancak, üçüncü çeyrekte itibaren, küresel para politikalarındaki belirsizlikler, bölgemizde yoğunlaşan jeopolitik riskler ve küresel toparlanmanın kırılganlığına dair endişelerle, Türkiye'nin ülke risk primi de akran gelişmekte olan ülke risk primlerine koşut olarak sert dalgalanmalar göstermiştir. Diğer taraftan, son dönemde

Grafik 1.2.1

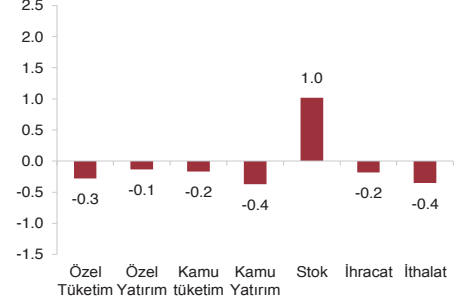
GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep
(Milyar TL, 1998 Fiyatlarıyla)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Grafik 1.2.2

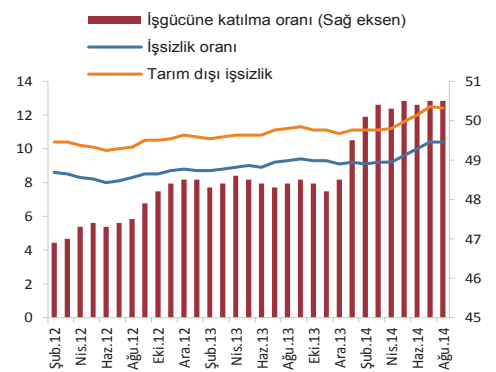
Çeyreklik GSYİH Büyümesine Katkıları
(2013Ç2, Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Grafik 1.2.3

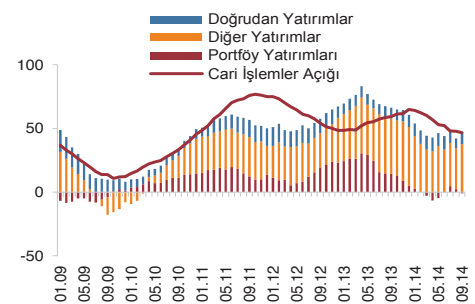
İşsizlik ve İş Gücüne Katılım Oranları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



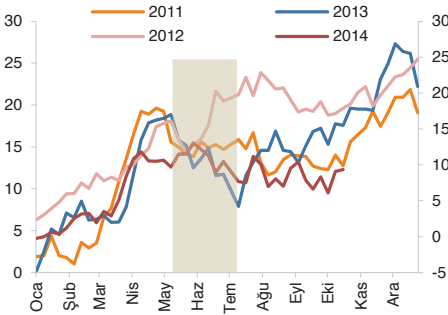
Kaynak: TÜİK

Grafik 1.2.4

Cari Açık ve Finansman Kalemleri¹⁾
(12 Aylık Kümülatif Milyar ABD doları)



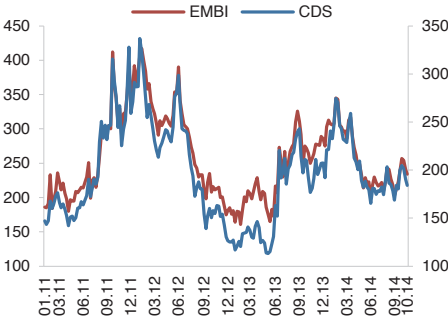
(1) Portföy; hisse senetleri ve hükümetin yurtiçi borç senetlerini kapsamaktadır. Diğer; bankalar ve diğer sektörlerin kısa ve uzun vadeli net kredileri, bankalar ve Hazine'nin yurtdışına ihrac ettikleri tahviller ve bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.
Kaynak: TCMB

Grafik I.2.5Birikimli Portföy Akımları¹⁾
(Milyar ABD Doları)

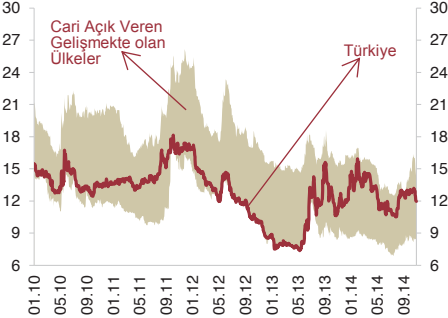
1) Haftalık net portföy akımlarından hesaplanmaktadır. Repo, DİBS ve hisse senedi portföyü ile banka bilanço dışı YP pozisyon verisini içermektedir.
Kaynak: BDDK, TCMB

Grafik I.2.6

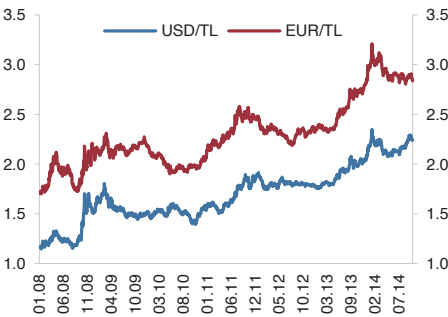
EMBI-Türkiye ve Türkiye 5 Yıllık CDS Fiyatları



Kaynak: Bloomberg

Grafik I.2.7Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı¹⁾
(12 Ay Vadeli)

1) Cari açık veren gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, Güney Afrika, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Polonya, Romanya, Şili ve Türkiye yer almaktadır.
Kaynak: Bloomberg

Grafik I.2.8Nominal Döviz Kuru
(TÜFE Bazlı, 2003=100)

Kaynak: TCMB

Fed'den iktisadi büyümeyi destekleyici yönde gelen açıklamalar neticesinde artan küresel risk iştahıyla beraber CDS primlerinde bir miktar düşüş gözlenmiştir (Grafik I.2.6).

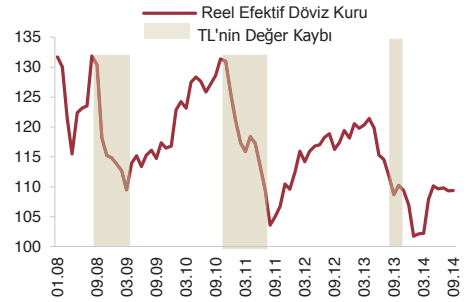
2014 yılının ikinci yarısında gelişmekte olan ülke risk primlerindeki dalgalı seyrin etkisiyle para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarında artışlar gözlenmiştir. Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı da cari açık veren diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden kayda değer bir ayrışma sergilememiştir (Grafik I.2.7).

Bir önceki Finansal İstikrar Raporu'ndan bu yana Türk lirası oldukça istikrarlı bir seyir izlemiştir (Grafik I.2.8). Euro cinsinden fonlama kaynaklarının maliyetindeki azalış ve Euro'nun zayıf seyri finansal ve reel kesimin borçlanma tercihlerini de etkileyebilecektir. Dolayısıyla finansal ve reel kesimin kaynak tercihlerindeki olası değişimlerin takibi önem arz etmektedir. Büyük ölçüde nominal kur hareketlerine bağlı olarak şekillenen reel efektif döviz kurunda 2013 yılının Nisan ayından itibaren oluşan düşme eğilimi Ocak 2014'den itibaren yerini artışa bırakmış ve Haziran 2014'den itibaren daha istikrarlı bir seyir izlemiştir (Grafik I.2.9).

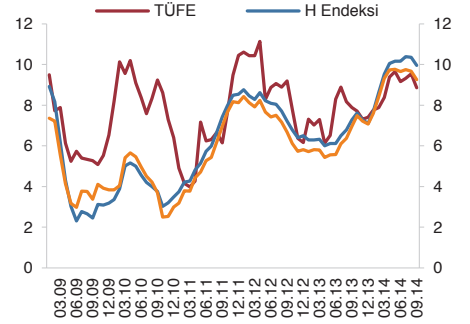
Enerji ve gıda fiyatları küresel seviyede düşmesine rağmen Türkiye'deki gıda fiyatlarının olumsuz hava koşullarına bağlı olarak artması ve Türk lirasındaki değer kayıpları enflasyonu olumsuz yönde etkilemiştir (Grafik I.2.10). Bu unsurlara ilave olarak, elektrik fiyatına yüzde 9,3 ve doğalgaz fiyatına yüzde 7,93 oranında yapılan artışlar ile yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 8,9 seviyesine yükselmiştir. Alınan ve alınabilecek önlemler sonucunda enflasyonun 2015 yılında kademeli bir düşüş sergilemesi amaçlanmaktadır.

Kamu borç stoku göstergeleri 2014 yılının ilk yarısında olumlu seyrini korurken, finansal piyasalardaki dalgalanmalara rağmen borçlanma yapısında önemli bir değişim gözlenmemiştir. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı ve AB tanımlı nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı azalma eğilimini korurken, iç ve dış borç stoklarının ortalama vadesinin uzamaya devam ettiği ve borç stoku kompozisyonunun önemli bir değişikliğe uğramadığı gözlenmektedir (Grafik I.2.11).

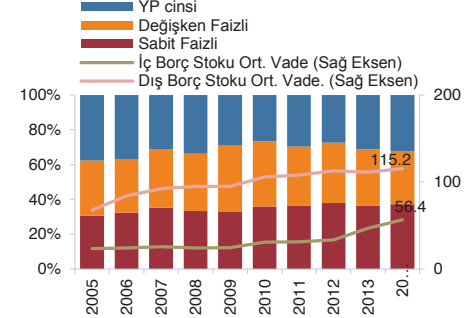
Temkinli para politikası duruşunu sürdüren TCMB, iç ve dış belirsizliklerin azalması ile birlikte ikinci ve üçüncü çeyrekte politika faizlerinde ölçülü indirimlere gitmiştir. Bu süreçte TCMB getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle sıkı para politikası duruşunu sürdürmüştür. TCMB Eylül, Ekim aylarında artan oynaklığa faiz koridorunun tanıdığı esneklik çerçevesinde likidite politikasını sıkılaştırmak suretiyle hızlı bir biçimde karşılık vermiştir. Önümüzdeki dönemde de, enflasyonda belirgin bir iyileşme gerçekleşene kadar TCMB sıkı para politikası duruşunu devam ettirecektir (Grafik I.2.12).

Grafik I.2.9Reel Efektif Döviz Kuru
(TÜFE Bazlı, 2003=100)

Kaynak: TCMB

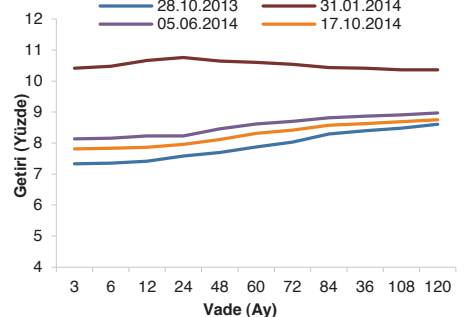
Grafik I.2.10Fiyat Endeksleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: TÜİK

Grafik I.2.11Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu ve Vadeye Kalan Ortalama Süresi¹ (Ay)

1) Vadeye Kalan Süre verisi Ekim 2013 tarihine aittir.

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik I.2.12DİBS Getiri Eğrisi
(Yüzde)

Kaynak: Bloomberg