

I. Makroekonomik Görünüm

Finansal piyasalardaki oynaklıklar devam ederken gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketleri ve risk göstergeleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının değişmesinde, Çin ekonomisine ilişkin endişeler, emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim ve ABD'nin para politikasına ilişkin belirsizlikler etkili olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde dış şoklara karşı dayanıklılığı artırıcı yönde alınmakta olan önlemler önem arz etmektedir.

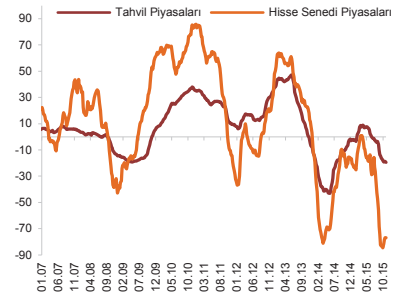
Türkiye ekonomisine dair açıklanan öncü veriler yılın ikinci yarısında yurt içi talebin ılımlı bir seyir izlediğine, net dış talebin ise bir miktar güçlendiğine işaret etmektedir. Tüketici enflasyonu, artan gıda fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri nedeniyle yılın ikinci yarısında bir miktar yükselmiştir. Küresel para politikalarına ilişkin belirsizlikler ve özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki yavaş büyüme eğilimi küresel risk iştahını portföy yatırımları açısından olumsuz etkilemiştir. Buna karşılık, Türkiye'de yerleşik bankaların yurt dışı borçlanmalarını daha makul ve sürdürülebilir düzeylerde devam ettirdikleri ve bazı borçlanma türlerinde maliyetlerin geçen seneye göre daha düşük gerçekleştiği gözlenmektedir. Diğer taraftan, yurt dışındaki gelişmelerle ilintili belirsizliklerin ne zaman ve nasıl sonuçlanacağını öngörmek mümkün görünmemektedir. Bu nedenle, aşırı borçlanmaya yönelik alınan makroihtiyati politika önlemleriyle dengelenme sürecinin desteklenmesi makro finansal dengesizliklerin makul seviyelerde tutulması açısından önemli olmuştur. Bu bağlamda, çekirdek yükümlülükleri destekleyen ve dış borçlanmada uzun vadeleri teşvik eden uygulamaların sonuç vermeye başladığı görülmektedir.

I.1. Uluslararası Gelişmeler

Gelişmekte olan ülke piyasalarından portföy cinsi yatırım çıkışlarının yılın ikinci yarısında hızlandığı ve finansal göstergelerin dalgalı bir seyir izlediği gözlenmektedir. Özellikle, hisse senedi piyasasından çıkışlar dikkat çekmektedir (Grafik I.1.1). Bu süreçte, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde de artış gözlenmiştir. Diğer taraftan, sermaye hareketlerine bağlı olarak söz konusu ülkelerin döviz kurları ve hisse senedi piyasaları hızla değer kaybederek küresel krizden bu yana en düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik I.1.2). Kredi ve kur riski primlerindeki

Grafik I.1.1

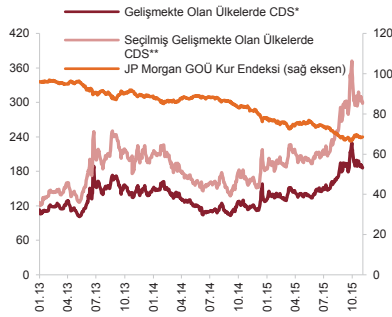
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Haftalık Fon Akımları
(52 Hafta Birikimli, Milyar ABD doları)



Kaynak: EPFR

Grafik 1.1.2

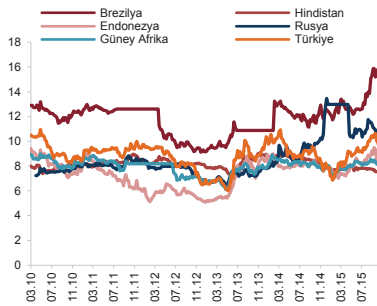
Gelişmekte Olan Ülkelerde CDS ve JP Morgan Döviz Kuru Endeksi



* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Çek Cum., Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Polonya, Romanya, Şili ve Türkiye yer almaktadır.
 ** Gelişmekte olan ülkeler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve G. Afrika CDS primleri kullanılmıştır.
 Kaynak: Bloomberg

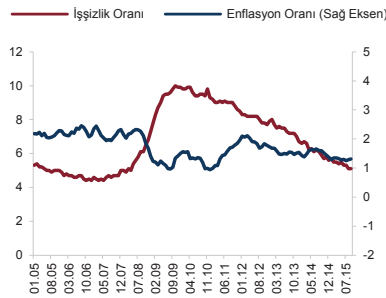
Grafik 1.1.3

Gelişmekte Olan Ülkelerde Hazine Tahvil Getirileri (10 Yıllık, Yüzde)



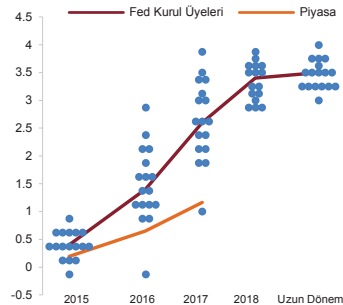
Kaynak: Bloomberg

Grafik 1.1.4

ABD'de İşsizlik ve Enflasyon Oranları¹ (Yıllık, Yüzde)

(1) Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi üzerinden hesaplanmıştır.
 Kaynak: Bloomberg

Grafik 1.1.5

Fed Kurul Üyeleri ve Piyasa Faiz Tahminleri¹ (Yüzde)

(1) Piyasa beklentileri için ABD politika faizi vadeli işlemleri kullanılmıştır. Fed Kurul Üyeleri için faiz tahminlerinin medyanı kullanılmıştır.
 Kaynak: Bloomberg, Fed

artış, gelişmekte olan ülkelerin tahvil faizlerine de artış olarak yansımıştır (Grafik 1.1.3). Yakın dönemde risk iştahındaki yükseliş ile birlikte faiz, kur, hisse fiyatları ve kredi temerrüt takası (CDS) göstergeleri bir miktar toparlansa da küresel piyasalara ilişkin belirsizlikler önemini korumaktadır.

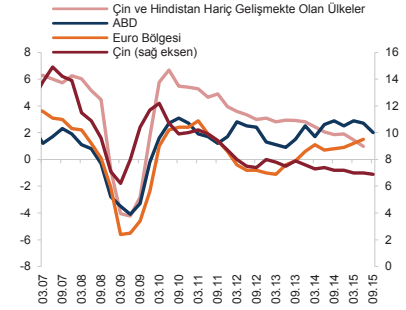
Gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının seyrinde üç ana gelişme rol oynamıştır. Başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki büyümeye ilişkin endişeler ve emtia fiyatlarında oluşan aşağı yönlü eğilim ile ABD'nin para politikası ve bu politikaya ilişkin iletişim stratejisinden kaynaklanan belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelerin makro finansal görünüşlerini etkilemektedir.

ABD'nin para politikasına ilişkin beklentiler küresel finansal piyasalar üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. ABD'de ekonomik toparlanma sürmektedir. Bunun sonucu olarak istihdam piyasası iyileşme göstermekte ve işsizlik oranı, kriz öncesi seviyelere yaklaşmaktadır. Diğer yandan yarı zamanlı çalışan sayısı, halen kriz öncesi seviyelerin üstünde olup, ücretler henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmamaktadır (Grafik 1.1.4). Emtia fiyatlarının düşük seviyelerde seyretmesi ve ABD dolarının güçlü seyrini koruması, enflasyonun bir süre daha hedeflerin altında kalacağını göstermektedir. Bu gelişmeler, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz artırımı hızının oldukça yavaş olabileceğine işaret etmektedir. Nitekim Fed Kurul Üyeleri, Eylül ayı toplantısında Haziran ayı toplantısına göre faiz tahminlerini aşağı yönlü güncellemiştir. Faiz artırımına ilişkin piyasa ile Fed Kurul Üyeleri'nin beklentilerindeki farklılaşmanın sürmesi, kısa vadede finansal piyasaların verilere ve Fed'in iletişimine duyarlılığının devam edebileceğine işaret etmektedir (Grafik 1.1.5).

Çin ekonomisindeki yavaşlamanın ve izlenen politikaların, diğer gelişmekte olan ülkeler üzerinde önemli etkileri olabilecektir. Çin, yatırıma dayalı büyüme modelinden tüketime dayalı büyüme modeline doğru bir değişim yaşamaktadır. Ülkede, finansal sektör ile firmaların yüksek borçluluk seviyesi ve büyüyen gölge bankacılık sektörü kaynaklı kırılganlıklar bulunmaktadır. Piyasa bazlı finansal sisteme geçme eğilimi ve mevcut kırılganlıkları azaltma çabaları, Çin ekonomisinin seyrine dair risk oluşturmaktadır.

Çin ekonomisindeki yavaşlama, emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü hareketi kuvvetlendirmektedir. Daha önce arz yönlü etkiler nedeniyle gerçekleşen emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, Çin'deki zayıflayan talebin de etkisiyle başta enerji ve metal fiyatlarında olmak üzere derinleşmiştir (Grafik 1.1.6 ve Grafik 1.1.7). Emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim, emtia ithalatçısı ülkelerin girdi maliyetlerini azaltmakta ve dolayısıyla enflasyonist baskıları sınırlandırmaktadır. Diğer taraftan emtia fiyatlarındaki düşüş emtia ihracatçısı ülkelerin kamu maliyelerini olumsuz etkilemekte ve büyüme görünümünü zayıflatmaktadır. Ayrıca Çin'in para biriminin değer kaybının önümüzdeki dönemde de sürmesi, diğer ülkelerin rekabet gücünü sınırlandırabilecektir. Çin ekonomisinden kaynaklanan bu endişeler, küresel piyasalardaki oynaklığı besleyen bir diğer faktör olarak ön plana çıkmaktadır.

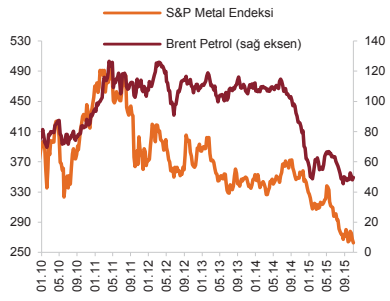
Gelişmekte olan ülkelerin dışsal şoklara karşı dayanıklılığı artırıcı yönde adım atmaya devam etmesi önem arz etmektedir. Küresel krizden bu yana, gelişmekte olan ülkelerde banka dışı kesimin yabancı para birimi cinsinden kredi kullanımı, artış eğilimindedir (Grafik 1.1.8 ve 1.1.9). Dolayısıyla ABD dolarının güçlenmesi firmaların bilançolarını olumsuz etkileme potansiyeli taşımaktadır. Böyle bir konjonktürde, dış koşullarda ortaya çıkabilecek ilave bir sıkılaşmaya karşı dayanıklılığı artırıcı tedbirlere devam edilmesi önem taşımaktadır.

Grafik 1.1.6Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları¹ (Yıllık, Yüzde)

(1) Topulaştırma yapılmış ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır. Kaynak: Bloomberg, TCMB

Grafik 1.1.7

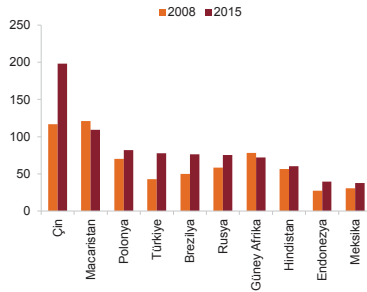
Emtia Fiyatları (Endeks, ABD doları)



Kaynak: Bloomberg

Grafik 1.1.8

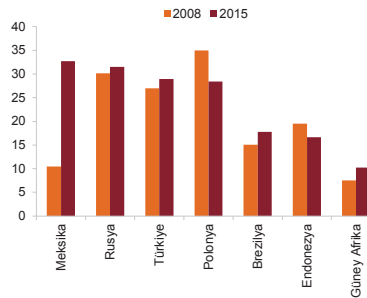
Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Krediler (GSYİH'nin Yüzdesi)



Kaynak: BIS

Grafik 1.1.9

Gelişmekte Olan Ülkelerde YP Firma Kredileri (GSYİH'nin Yüzdesi)



Kaynak: BIS

Kutu
1.1.1

Uluslararası Finansal Düzenleme ve Reform Çalışmaları

Küresel finansal krizden bu yana kırılganlıkların giderilmesi ve finansal kuruluşların sağlamllaştırılması amacıyla küresel finansal sistem için geniş bir reform gündemi oluşturulmuştur. Bu reform gündeminin oluşturulmasında ve hayata geçirilmesinde, küresel kriz sonrasında ekonomi politikalarında koordinasyonu artırmak ve finansal sistemi güçlendirmek amacıyla oluşturulan G20 öncülük etmiştir. Finansal kuruluşların sağlamlştırılması, batmasına izin verilemeyecek kadar büyük sorununun sonlandırılması, türev piyasaların daha güvenli hale getirilmesi ve gölge bankacılıktan kaynaklı risklerin azaltılması reform gündeminin temel unsurlarıdır. Reform gündeminin tamamlanmasında önemli aşamalar kaydedilmiş ve bazı alanlarda uygulamaya geçilmiştir. Reform çalışmalarında Türkiye'nin dönem başkanlığını yaptığı G20 öncülüğünde Basel Bankacılık Denetim Otoritesi (BCBS) ve Finansal İstikrar Kurulu (FSB) önemli rol oynamaktadır. Finansal düzenlemeler konusunda üç başlığa öncelik verilmektedir.

- Finansal reformların zamanında, tutarlı ve tam olarak uygulanması
- Kriz sonrası diğer finansal reformların tamamlanması
- Ortaya çıkan yeni risklerin ve kırılganlıkların tespit edilmesi

Basel Komite Çalışmaları

2008 yılından bu yana uluslararası bankacılık düzenleme standartlarının güçlendirilmesi amacıyla reformlar yapılmaktadır. BCBS tarafından geliştirilen Basel III çerçevesi, bu reformların önemli bir unsurudur. Basel III ile risk bazlı sermaye gereklilikleri gözden geçirilmiştir. Sermayenin kalitesi ve miktarı artırılmıştır. Zarar karşılama kapasitesi en yüksek olan çekirdek sermaye oranı yüzde 2'den yüzde 4,5'e çıkarılmıştır. Sermaye çerçevesi makroihtiyati unsurlar ile desteklenmiştir. Bu kapsamda yüzde 2,5 oranında sermaye koruma tamponu getirilmiştir. Hızlı kredi büyümesinin gözlemlendiği dönemlerde sermayenin güçlendirilmesi ve döngüsellüğün azaltılması amacıyla yüzde 0 ile 2,5 arasında döngüsel sermaye tamponu tanımlanmıştır. Finansal bağlantılılıktan kaynaklı sistemik riskin gözetilmesi amacıyla küresel sistemik öneme sahip bankalar için yüzde 1 ile 3,5 arasında ilave sermaye yükümlülüğü getirilmiştir. Ayrıca, "büyük krediler" tanımı sıkılaştırılarak bankanın tek bir karşı tarafa verdiği kredi ana sermayesinin yüzde 25'i ile sınırlandırılmıştır. Küresel sistemik öneme sahip bankaların birbirine kullandığı kredilerde ise bu oran daha sığdır (ana sermayenin yüzde 15'i). Risklerin daha iyi kapsanması amacıyla piyasa riski, menkul kıymetleştirme pozisyonları ve karşı taraf kredi riski için sermaye hesaplamaları gözden geçirilmiştir. Bankacılık sektörü kaldıraçını azaltmak, risk bazlı sermaye oranlarını desteklemek ve model riski ile ölçüm hatalarını azaltmak amacıyla kaldıraç oranı getirilmiştir. Kaldıraç oranı risk bazlı olmayıp, ana sermayenin bilanço içi ve bilanço dışı işlemler ile türev pozisyonlar ve menkul kıymet ödünç işlemlerinden oluşan risk tutarına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Basel III ile ilk defa uluslararası likidite kuralları getirilmiştir. Bu kapsamda likidite karşılama oranı ve net istikrarlı fonlama oranı geliştirilmiştir. Likidite karşılama oranı ile bankaların 30 günlük net nakit çıkışlarını karşılayacak düzeyde yüksek kaliteli likit varlık bulundurması, net istikrarlı fonlama oranı ile bankaların uzun vadeli varlıklarının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlanması ve istikrarlı bir yapıya sahip çekirdek fonlamanın toplam fonlama içerisindeki payının artırılması amaçlanmaktadır.

Bankacılık sektörünün doğru bir şekilde faaliyet göstermesi ve aşırı risk almaya yönlendiren teşviklerin azaltılması amacıyla bankalarda yönetim ve ücretlendirme prensipleri ile bankacılık denetim prensipleri gözden geçirilmiştir.

Reformların zamanında, tam ve tutarlı uygulanmasının teşvik edilmesi amacıyla Düzenlemelere Uyumun Değerlendirilmesi Programı oluşturulmuştur. Bu program ile BCBS Basel III standartlarının uygulanmasını izlemektedir. Bugüne kadar 22 ülkenin değerlendirme raporu yayımlanmıştır.

Önümüzdeki dönemde BCBS, risk ağırlıklı varlıkların hesaplanmasında basitlik, karşılaştırılabilirlik ve riske duyarlılığın sağlanması için çalışacaktır. Bu amaçla kredi riski, piyasa riski ve operasyonel risk için standart yaklaşımlar gözden geçirilmektedir. İçsel modellerin kullanımı gözden geçirilecektir. İçsel model kullanımının belirli riskleri ve portföyleri kapsayacak şekilde sınırlandırılması, içsel modellerde kullanılan parametrelere sınırlama getirilmesi veya içsel model ile hesaplanan sermaye düzeyine, standart yaklaşım bazlı sermaye tabanı belirlenmesi söz konusu olacaktır. Kaldıraç oranı ile sermaye tabanının kalibrasyonu tamamlanacaktır. Basit, şeffaf ve karşılaştırılabilir menkul kıymetleştirmeler için sermaye hesaplamaları farklılaştırılacaktır. Bankacılık hesaplarındaki faiz oranı riski gözden geçirilmektedir. BCBS, devam eden reform çalışmalarını 2016 yılsonunda tamamlamayı planlanmaktadır. Ayrıca Komite, merkezi yönetim riski ve politika seçeneklerini gözden geçirmek üzere bir çalışma başlatmıştır. Bu konuya ilişkin politika önerilerinin 2016 yılsonunda görüşe açılması beklenmektedir.

FSB Çalışmaları

Reform çalışmalarında önemli aşama kaydedilmiş olmakla birlikte, bazı alanlarda gecikmeler mevcuttur. Tezgâhüstü türev piyasalar reformunda en fazla ilerleme veri depolama kuruluşlarına raporlama ve merkezi takasa tabi olmayan işlemler için sermaye düzenlemelerinde görülmektedir. Diğer yandan, birçok ülkede merkezi takasa tabi olmayan türev ürünler için teminat gereklilikleri çerçevesi bulunmamakta ya da bu konudaki düzenlemeler henüz tam olarak uygulanmamaktadır. Sınır ötesi sorunların çözümüne ilişkin çok az gelişme görülmektedir. Ülkelerin birbirlerinin düzenlemelerini tanımaları, veri depolama kuruluşlarına raporlama ve verilerin otoriteler ile paylaşımı önündeki engellerin kaldırılması gerekmektedir.

Batmasına izin verilemeyecek kadar büyük probleminin sonlandırılması amacıyla bankalara ilişkin düzenlemeler tamamlanmıştır. Bu çerçevede, küresel sistemik önemli bankaların tutmak zorunda olacakları toplam zarar karşılama kapasitesine yönelik düzenleme FSB tarafından yayımlanmıştır (Bakınız Kutu IV.1.1). Batmasına izin verilemeyecek kadar büyük banka dışı kuruluşlar için de çalışmalar yürütülmektedir. Bu kapsamda, Uluslararası Sigorta Denetçileri Birliği (IAIS) tarafından küresel sistemik önemli sigorta kuruluşları için ilave zarar karşılama kapasitesi düzenlemesi yayımlanmıştır. Ayrıca, portföy yönetim şirketlerinde piyasa likiditesinden kaynaklanabilecek risklerin finansal istikrara olası etkileri üzerinde çalışılmaktadır. Son olarak, merkezi karşı tarafların (CCP) finansal sistemde rolü artmıştır. Bu bakımdan, CCP'lerin sağlamlığı, kurtarılabilirliği ve çözümlenebilirliği konusunda yürütülen çalışmalar, CCP yapısının batmasına izin verilemeyecek kadar büyük sorununa dönüşmemesi açısından önem arz etmektedir.

Piyasa bazlı finansmanın artan önemi, bu sektörün riskler ve kırılganlıklar açısından takibini gerekli kılmaktadır. Piyasa likiditesi ve portföy yönetim şirketlerinin faaliyetleri konusunda FSB,

fonların stres testi uygulamalarının önemine dikkat çekmektedir. 2016 yılında FSB, olası yapısal kırılmalıklar ve politika önlemleri üzerinde çalışacaktır.

Piyasa suistimal riski, finansal kuruluşlara olan güveni sarsarak sistemik risk yaratabilme potansiyeline sahiptir. FSB konuya ilişkin bir eylem planı geliştirmiş ve mevcut durum ile gerekirse alınabilecek tedbirler tespit edilmiştir. Eylem planı, kriz sonrası reformların piyasa suistimal riskini azaltmada etkinliği ile sabit getirili menkul kıymetler, emtia ve döviz piyasalarında standartların nasıl geliştirilebileceği gibi konuları kapsamaktadır.

Kara paranın aklanması ve terörizmin finansmanı riski ile müşteriyi tanımada gerekli özenin gösterilmesine ilişkin kurallardan dolayı azalan muhabir bankacılık faaliyetleri de kimi ülkelerde yerel bankaların ve ekonominin, küresel ekonomiye erişimini sınırlandırmaktadır. Bu nedenle, FSB ve Dünya Bankası öncülüğünde kurulan görev gücü, konuya ilişkin bir eylem planını devreye sokmuştur.

Son olarak, iklim değişikliğinin finansal sektörde meydana getirebileceği riskler ile ilgili çalışmalar yürütülmektedir. İklim değişikliğinin finansal sektörü fiziki risk (şel, fırtına gibi afetlerin artışıyla sigortacılık maliyetlerinde artış), yükümlülük riski (iklim değişikliğinden kaynaklı tazminat talepleri) ve dönüşüm riski (düşük-karbon ekonomisine geçiş) üzerinden etkilemesi beklenmektedir.

1.2. Yurt İçi Gelişmeler

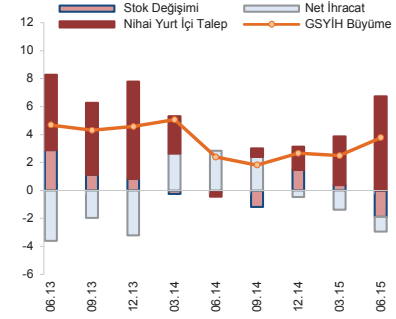
2015 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet istikrarlı büyüme eğilimini devam ettirmiştir. Bu dönemde ekonomik büyümeye temel katkı nihai yurt içi talepten gelirken net ihracatın katkısı negatif gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Öte yandan, güncel veriler yılın ikinci yarısında net dış talebin büyümeye katkısının artacağını, yurt içi talebin ise daha ılımlı bir seyir izleyeceğini göstermektedir. Yılın ilk çeyreğinde istihdam artışı güçlü seyretmiş, ancak ikinci çeyrekte yavaşlama gözlenmiştir. Nisan ayından itibaren işgücüne katılım oranlarında görülen artış, işsizlik oranının bir miktar yükselmesine neden olmuştur.

Enflasyonda gıda fiyatları ve döviz kuru kaynaklı artış yaşanmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar gerek doğrudan gerekse yemek hizmetleri fiyatları üzerindeki etkileri nedeniyle tüketici enflasyonunun artışında önemli rol oynamıştır (Grafik 1.2.2). Dolar cinsinden ithalat fiyatlarında gerçekleşen düşümlere rağmen döviz kurundaki gelişmeler nedeniyle enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar artış göstermiştir. Döviz kurundaki hareketlerin gecikmeli etkileri ile enflasyonun bir müddet daha hedefin üzerinde seyredeceği tahmin edilmektedir.

Küresel para politikalarına dair belirsizlikler ve küresel büyümeye dair endişelerin de etkisiyle ülkemize yönelik portföy akımları dalgalı seyretmiştir (Grafik 1.2.3). Portföy akımlarındaki daralma temelde küresel para politikaları ve küresel büyümeye ilişkin belirsizliklerden kaynaklanırken, yurt içi kaynaklı gelişmeler de zaman zaman piyasalardaki dalgalanmalarda etkili olmuştur. Öte yandan, son dönemde küresel risk algılamalarındaki kısmi düzelmeye portföy akımlarının bir miktar toparlandığı gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarındaki belirsizlikler söz konusu ülkelerin para birimleriyle birlikte Türk lirası üzerinde de belirleyici bir rol oynamıştır (Grafik 1.2.4).

Grafik 1.2.1

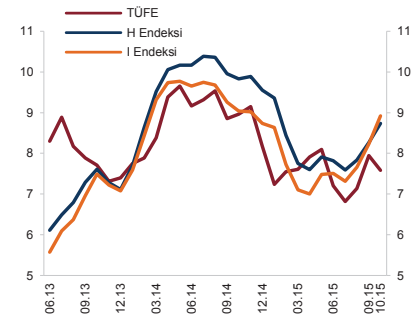
Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar (Yüzde Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Grafik 1.2.2

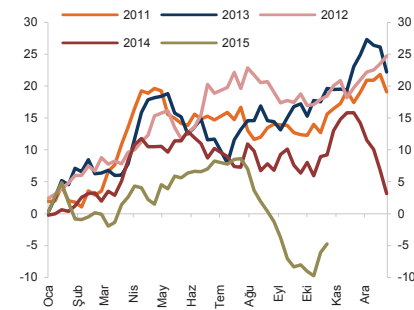
Fiyat Endeksleri (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Grafik 1.2.3

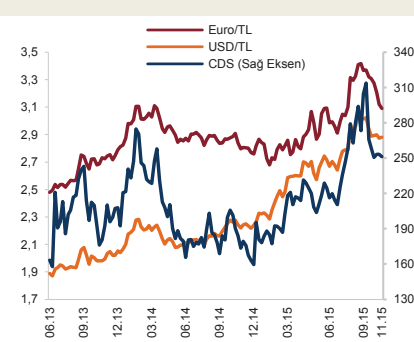
Birikimli Portföy Akımları¹ (Milyar ABD Doları)



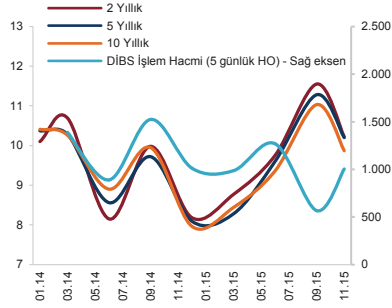
(1) Haftalık net portföy akımlarından hesaplanmaktadır. Repo, DİBS ve hisse senedi portföyü ile banka bilanço dışı YP pozisyon verisini içermektedir. Kaynak: BDDK, TCMB

Grafik 1.2.4

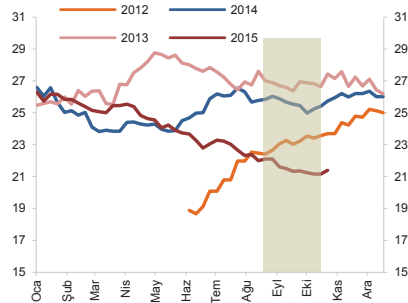
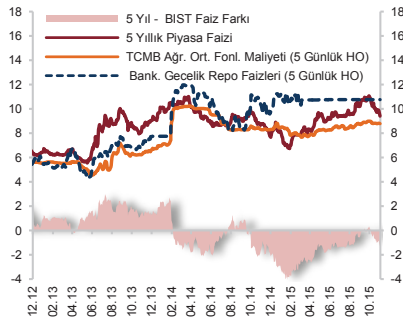
Kur Gelişmeleri ve Türkiye'nin 5 Yıllık CDS Fiyatları



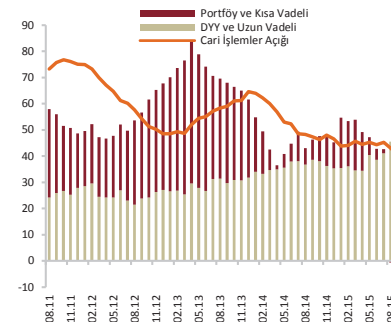
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Grafik 1.2.5DİBS Gösterge Faiz Oranları ve İşlem Hacmi
(Yüzde, Milyon TL)

Kaynak: Bloomberg, BIST

Grafik 1.2.6Yabancı Yatırımcıların DİBS Varlıkları¹
(Yüzde)(1) Yabancı yatırımcıların DİBS varlıklarının toplam stok içerisindeki payının gelişimini göstermektedir.
Kaynak: TCMB**Grafik 1.2.7**TCMB ve Piyasa Faiz Oranları
(Yüzde)

Kaynak: TCMB, BIST

Grafik 1.2.8Cari Açık ve Finansman Kalemleri¹
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB

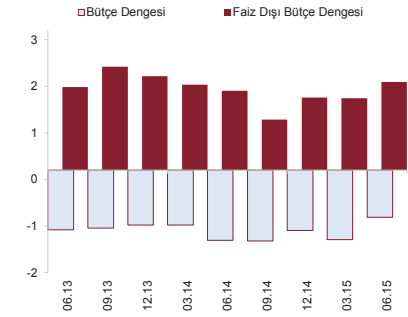
Yılbaşından itibaren yükselme eğilimi gösteren devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faiz oranları, Eylül ayından itibaren gerilemeye başlamıştır (Grafik 1.2.5). Faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte DİBS ikinci el piyasasında likidite bir miktar toparlanmıştır. Buna rağmen yabancı yatırımcıların bahse konu kıymetlere olan talebinde güçlü bir artış olmadığı gözlenmiştir (Grafik 1.2.6).

TCMB, yıl başından itibaren gözlenen döviz kuru hareketleri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkların enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla sıkı para politikası uygulamıştır. Bu çerçevede ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükseltilmiştir. TCMB fonlaması ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam edilirken, marjinal fonlamanın payı giderek artırılmıştır. Buna bağlı olarak ortalama fonlama faiz oranlarında yükseliş trendi gözlenmiştir. Bu doğrultuda, gecelik piyasa faizleri marjinal fonlama faizi düzeyinde seyretmiştir. Böylelikle, 5 yıllık piyasa faizi ile bankalararası gecelik repo faizi arasındaki fark yıl genelinde negatif veya sıfıra yakın düzeylerde tutulmuştur (Grafik 1.2.7).

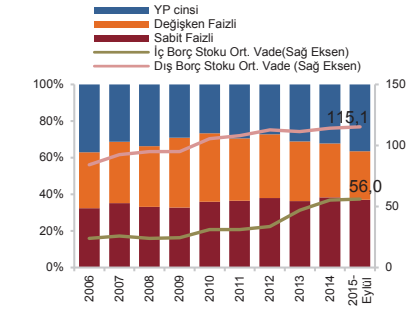
Cari işlemler dengesi iyileşmeye devam etmektedir (Grafik 1.2.8). Emtia fiyatlarındaki düşüş, temkinli para politikası duruşunun devam etmesi ve uygulanan makroihtiyati tedbirlerin kredi büyüme hızını makul bir seviyede tutması cari dengedeki iyileşmenin ana nedenleri olarak görülmektedir. Cari işlemler açığının finansmanı ise büyük ölçüde uzun vadeli kaynaklar ve doğrudan sermaye yatırımları yoluyla sağlanmaktadır. Portföy ve kısa vadeli fon akımlarının dış finansman içindeki payı son aylarda önemli gerileme kaydetmiştir.

Uygulanan mali disiplin hem risk primlerinin hem de enflasyonun düşmesine önemli katkı yapmaktadır. Merkezi yönetim bütçe açığı 2015 yılı ikinci çeyreği itibarıyla önceki çeyrek verilerine kıyasla belirgin bir gerileme kaydetmiştir (Grafik 1.2.9). Kamu borcunun azalma eğilimi ise devam etmektedir. Borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden, sabit faizli ve uzun vadeli bir yapıda olması kamu finansmanının dış şoklara karşı dayanıklılığını desteklemektedir (Grafik 1.2.10).

Dengelenme sürecinin istikrarlı bir biçimde devam etmesi ve alınan makroihtiyati tedbirler küresel finansal piyasalardan kaynaklanabilecek risklere karşı ülkemiz finansal sisteminin dayanıklılığı artırmaktadır. Küresel finansal piyasalardaki belirsizliğin bir miktar daha sürmesi beklenmektedir. Bu süreçte finansal sistemin dış borçlanmasının ılımlı seyretmesi ve borçlanma vadelerinin uzaması önem arz etmektedir. Cari açığı dengelenmenin devam ederken makroihtiyati tedbirlere bağlı olarak dış borçlanmada vadelerin uzaması bu bağlamda son derece olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Grafik 1.2.9Merkezi Hükümet Bütçe Dengeleri
(12 Aylık Birikimli, GSYİH'nin Yüzdesi)

Kaynak: T.C. Maliye Bakanlığı

Grafik 1.2.10Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu ve Vadeye Kalan Ortalama Süresi⁽¹⁾ (Ay)

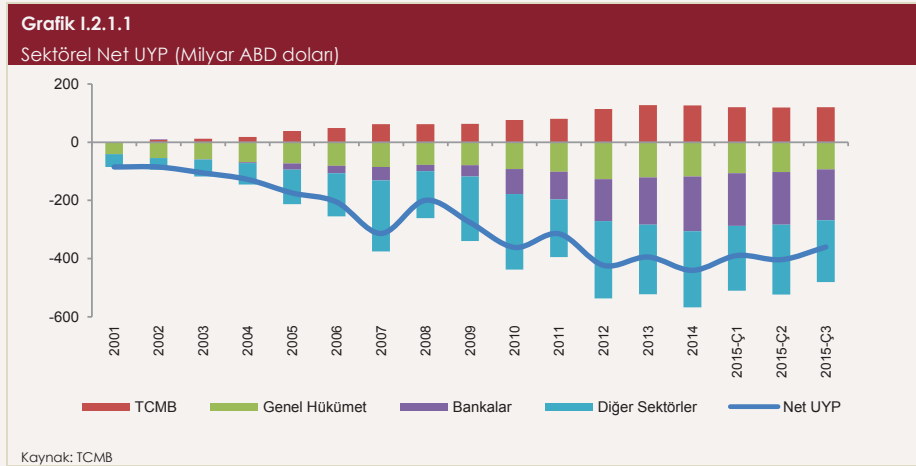
(1) Vadeye kalan süre verisi Eylül 2015 tarihine aittir.

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Kutu
I.2.1

Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Sektörel Bir Bakış

Bir ekonomideki yerleşik kişilerin yurt dışı yerleşik kişilerden olan finansal alacakları ile rezerv varlık olarak tutulan altın ve döviz şeklindeki finansal varlıklarının ve yerleşiklerin yurt dışı yerleşik kişilere olan finansal yükümlülüklerinin belli bir tarihteki stok değerini gösteren Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP), TCMB tarafından 1996 yılından itibaren derlenmekte ve yayımlanmaktadır. UYP, sektör, finansal araç ve vade ayırmalarında detaylı, kapsamlı ve karşılaştırılabilir bilgi sunması açısından dış borç ve risk analizlerinde önemli bir veri kaynağı oluşturmaktadır. Bu çerçevede bu kutuda, UYP'nin sektörel bazda işaret ettiği varlık ve yükümlülük pozisyonları incelenmekte, ayrıca her sektör için yükümlülük kalemlerinin vade dağılımına da değinilmektedir.



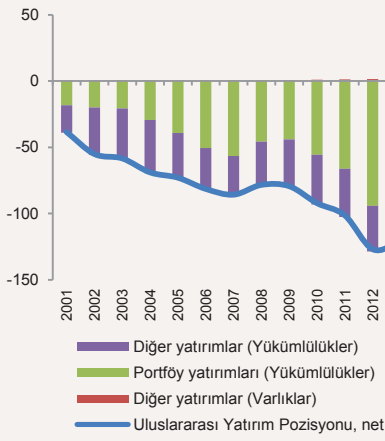
UYP'de toplam finansal varlıklar ile toplam finansal yükümlülüklerin farkı "net UYP" olarak adlandırılmaktadır. Başka bir deyişle, net UYP, Türkiye'nin yurt dışından alacaklarıyla, Türkiye'nin yurt dışına borçlarının farkını göstermektedir. 2008 ve 2011 yılları hariç, 2012 yılına kadar negatif yönde artış eğilimini sürdüren net UYP, 2012 yılı ve sonrasında yaklaşık -400 milyar ABD doları seviyesinde yatay bir seyir izlemiştir.

UYP'de yer alan temel sektörlerden TCMB hariç diğer tüm sektörlerin yurt dışı yükümlülükleri yurt dışı varlıklarından fazladır. Net UYP'nin sektörel bazda en büyük bileşenleri olarak diğer sektörler ve bankalar öne çıkmaktadır.

Genel Hükümetin en büyük yükümlülük kaleminin borç senetlerinin kapsandığı portföy yatırımları olduğu görülmektedir. Borç senetleri, Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içinde ihraç edilen ve yurt dışı yerleşikler tarafından satın alınan DİBS'ler ile Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt dışında ihraç edilen toplam tahvil stokundan (yurt içi yerleşiklerin aldığı kısım hariç) oluşmaktadır. Bu sektörün UYP'sinde 2012 yılına kadar yükümlülük yönünde yaşanan artış 2013 itibarıyla tersine dönmüş, yükümlülükler azalmaya başlamıştır. (Grafik I.2.1.2). Diğer taraftan, TCMB'nin UYP açısından en büyük varlık kalemi resmi rezerv varlıklarıdır. İlgili kalem, TCMB kontrolünde bulunan altın ve yabancı para karşılığı bulunan dış varlıklar bütünü ifade etmektedir. (Grafik I.2.1.3).

Grafik 1.2.1.2

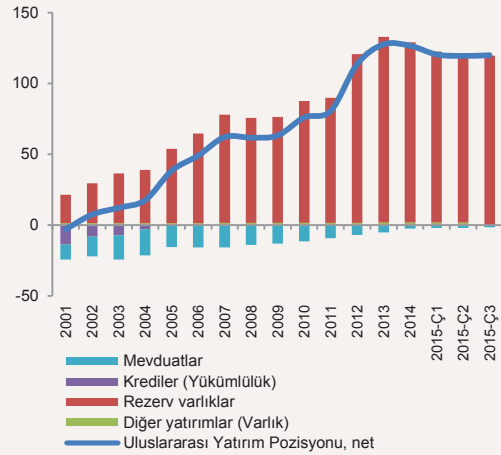
Genel Hükümet Net UYP (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

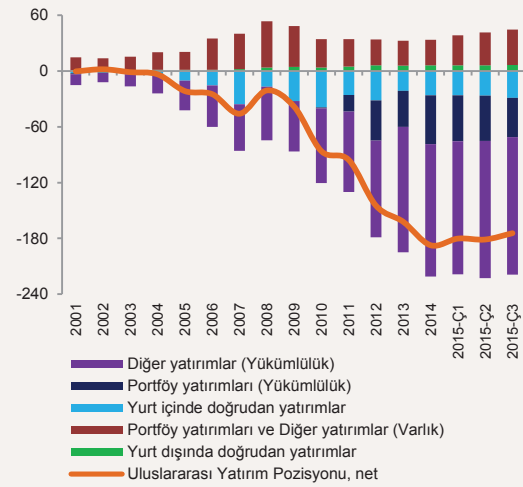
Grafik 1.2.1.3

TCMB Net UYP (Milyar ABD doları)



Grafik 1.2.1.4

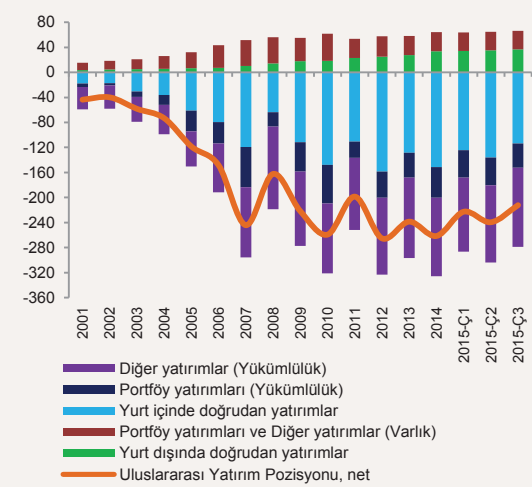
Bankalar Net UYP (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

Grafik 1.2.1.5

Diğer Sektörler Net UYP (Milyar ABD doları)



Bankaların net UYP'si incelendiğinde, özellikle 2008 yılı sonrasında yükümlülüklerdeki artışın ivmelendiği, ancak 2014 yılı sonrasında yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Söz konusu gelişmede, 2009 yılında döviz cinsli ve döviz endeksli krediler konusunda yapılan yasal değişikliklerin etkili olduğu değerlendirilmektedir.¹ Bunun yanı sıra, son yıllarda kredi kullanımlarının ve yurt dışındaki tahvil ihraçlarının artması dikkat çeken diğer gelişmelerdir.

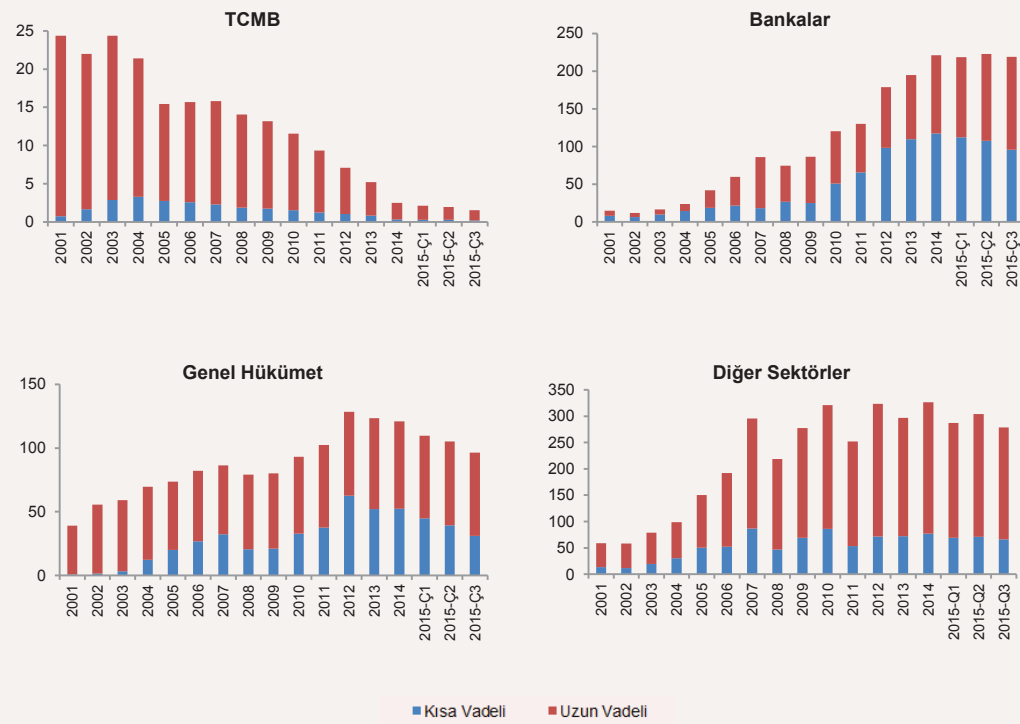
Diğer sektörlerin net UYP'si incelenen dönem boyunca yükümlülük yönünde seyretmiş ve özellikle 2001-2007 döneminde hızlı bir artış göstermiş, bu yıldan sonra ise yatay bir bant içinde dalgalanmıştır. Bu sektörün en büyük yükümlülük kaleminin yurt içine yapılan doğrudan yatırımlar olduğu görülmektedir. Bu kalemin, diğer sektörlerin toplam yükümlülüklerinin 2015 Eylül ayı sonu itibarıyla yüzde 40,8'ini oluşturmaktadır. Yurt içine doğrudan yatırımlar kalemini, sırasıyla, uzun vadeli krediler (yüzde 32,1) ve hisse senetleri (yüzde 10,7) izlemektedir (Grafik 1.2.1.5).

¹ 16 Haziran 2009 tarih ve 27260 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 2009/15082 sayılı Bakanlar Kurulu kararı.

Sektörlerin yükümlülük kalemlerinin vade dağılımları incelendiğinde, bankalar dışındaki sektörlerde uzun vadeli yükümlülüklerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. 2015 üçüncü çeyrek sonu itibarıyla, TCMB'nin uzun vadeli yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklerine oranı yüzde 86,5, Genel Hükümetin uzun vadeli yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklerine oranı yüzde 67,8 ve Diğer sektörün uzun vadeli yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklerine oranı yüzde 76,2 düzeyindedir. Bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vade yapısı incelendiğinde ise 2010 yılına kadar uzun vadeli yükümlülüklerin ağırlıkta olduğu, ancak sonrasında kısa vadeli kredilerin artışına paralel olarak uzun vadenin payının yüzde 50'nin altına gerilediği görülmektedir. 2015'ten itibaren ise TCMB tarafından finansal istikrarı desteklemek amacıyla bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin zorunlu karşılık oranları, çekirdek dışı yükümlülüklerde vadelerin uzamasını teşvik edici yönde değiştirilmiştir. Bunun sonucunda kısa vadeli kredilerden uzun vadeli kredilere geçiş gözlenmektedir. 2015 üçüncü çeyrek sonu itibarıyla bankaların uzun vadeli yükümlülüklerinin toplam bankacılık sektörü yükümlülüklerine oranı yüzde 56,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1.6).

Grafik 1.2.1.6

Yükümlülüklerin Vade Dağılımı
(Milyar ABD doları)*



Kaynak: TCMB.

*Uzun vadeli yükümlülükler, banka ve özel sektörün uzun vadeli kredi stokunu, doğrudan yatırımları ve banka, özel sektör tahvil ihraçları ile Hazine'nin eurobond ihraçlarını kapsamaktadır. Kısa vadeli yükümlülükler ise banka ve özel sektörün kısa vadeli kredi stokunu, hisse senetleri ve bankalardaki mevduatları kapsamaktadır.