

## II. Makroekonomik Görünüm

Küresel iktisadi politika belirsizliği özellikle küresel büyümeye dair endişelerin etkisiyle dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının öngörülenden daha genişleyici para politikalarına yönelmeleri ve ticari anlaşmazlıkların çözüme kavuşturulacağına dair olumlu beklentilerin etkisi ile 2018 yılı son çeyreğinde küresel finansal koşullarda gevşeme yaşanmıştır. Bu gelişme neticesinde GOÜ'lere yönelik risk iştahı artarken, hisse senedi ile tahvil piyasalarına yönelik net portföy girişi yaşanmıştır. Ayrıca, gelişmiş ülke ve GOÜ borsaları bir önceki Rapor dönemine kıyasla olumlu performans sergilemiştir. Ancak, Mayıs ayı ile birlikte ABD'nin Çin'den ithal edilen mallara yönelik gümrük tarifelerini artırmasının yarattığı gerilim, GOÜ'lere yönelik portföy hareketlerine ivme kaybettirirken, borsa endeksleri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmuştur. Küresel likidite koşullarındaki gevşemeye rağmen ülkelere özgü makroekonomik koşullar, jeopolitik gelişmeler, küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama, yüksek borçluluk, ticaretteki korumacı eğilimlerin olası olumsuz yansımaları ve anlaşmazız Brexit ihtimali küresel finansal istikrara yönelik önemli konjonktürel risk unsurları arasında yer almaktadır.

2018 yılı son çeyreğinde yurt içi iktisadi faaliyetteki dengelenme süreci belirginleşmiş; yurt içi talep daralırken, net ihracattaki güçlü artış ekonomideki yavaşlamayı sınırlamıştır. Son dönemde açıklanan veriler, ekonomideki dengelenmenin 2019 yılı ilk çeyreğinde devam ettiğine ve iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin azaldığına işaret etmektedir. Reel kur seviyesi ile yurt içi talepteki daralmaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği mal ihracatını desteklemekte; iktisadi faaliyetteki zayıf seyir ve görece fiyat etkisi ithalat talebini sınırlamakta; canlı seyreden turizmin de katkısıyla cari dengedeki iyileşme sürmektedir. Başta AB ülkeleri olmak üzere küresel büyümede gözlenen yavaşlama eğilimine rağmen dış talep nispeten gücünü korumaktadır. 2018 yılı Kasım ayından 2019 yılı Nisan ayına kadar geçen dönemde, yurt içi talebin daralması, gecikmeli kur etkilerinin azalması ve ithal girdi maliyetlerinin gerilemesine bağlı olarak enflasyon göstergelerinde bir miktar iyileşme eğilimi gözlenmiştir. Buna karşın, ilgili dönemde faiz gelişmeleri, belirsizlik kanalı ve enflasyona karşı korunma motivasyonu ile birlikte mevduat dolarizasyonu artmıştır. Ek olarak, 2019 yılı Mart ayından itibaren ülkemiz risk primi, belirsizliklerin ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle diğer GOÜ'den bir miktar yukarı yönlü ayrılmıştır.

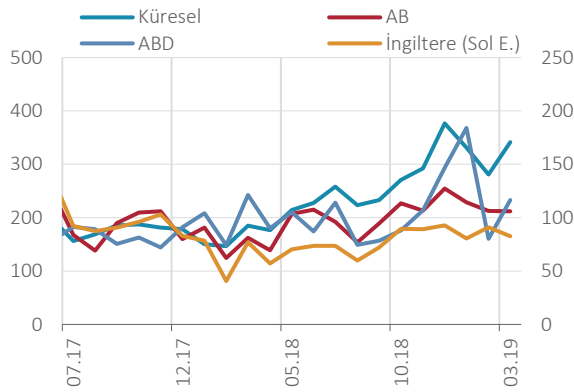
## II.1 Uluslararası Gelişmeler

2018 yılı içerisinde yükselen küresel iktisadi politika belirsizliği, 2019 yılı ilk iki ayında azalmış ancak temel olarak küresel büyümeye dair endişelerin belirginleşmesiyle Mart ayında tekrar artmıştır (Grafik II.1.1). Fed'in para politikasındaki normalleşme sürecinin duraksaması ve ABD ile Çin arasındaki ticaret görüşmelerine ilişkin gelişmeler, ABD iktisadi politikalarının öngörülebilirliği üzerinde etkili olmayı sürdürmektedir. Diğer taraftan, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) açıkladığı para politikası takvimine uygun hareket etmesi ve Brexit görüşmelerinin risk barındırmakla birlikte yeni bir takvime bağlanmasıyla, AB iktisadi politika belirsizliğinde son Rapor döneminden itibaren görülen aşağı yönlü hareket devam etmiştir.

Fed, 2019 yılı başında yaptığı açıklamada daha esnek ve sabırlı bir para politikası takip edeceğini ilan etmiştir. Söz konusu politika değişikliğinde işgücü piyasasındaki olumlu görünüme ve enflasyonun Fed'in hedefi olan yüzde 2 civarında seyrediyor olmasına rağmen, küresel iktisadi ve finansal gelişmelerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, bir önceki Rapor dönemiyle kıyaslandığında Fed Federal Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) üyelerinin medyan politika faizi tahminlerinde aşağı yönlü bir güncelleme yaşanırken piyasanın 2019 ve 2020 yılları içerisinde faiz indirimi beklediği gözlenmektedir (Grafik II.1.2).

ECB, 2018 yıl sonu itibarıyla varlık alım programını sona erdirirken, 2019 yılı içerisinde faiz artışı yapmayacağını teyit etmiştir. Piyasa beklentileri ECB'nin politika faizinde 2020 yılı sonuna kadar bir artış olmayacağı yönündedir. Bu beklentinin oluşmasında küresel iktisadi gelişmeler, AB ülkelerinin ihracatında görülen ılımlı seyir, büyüme görünümü, anlaşmasız Brexit ihtimali ve başta İtalya olmak üzere bazı ülkelerin kamu borç stokuna ilişkin endişelerin belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Japonya Merkez Bankası'nın ılımlı enflasyon ve büyüme görünümünün etkisiyle para politikasındaki genişleyici duruşunu koruyacağı düşünülmektedir. Çin Merkez Bankası ise, gümrük tarifelerinin olumsuz etkilerini azaltmak ve daralan piyasa likiditesine önlem olarak kredi koşullarını rahatlatmak için başta zorunlu karşılık politikaları olmak üzere makroihtiyati politika araçları yoluyla genişleyici para politikasını sürdürmektedir.

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

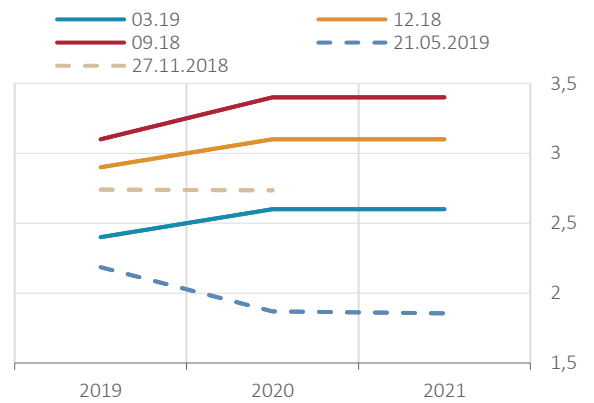


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 03.19

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) (%)**



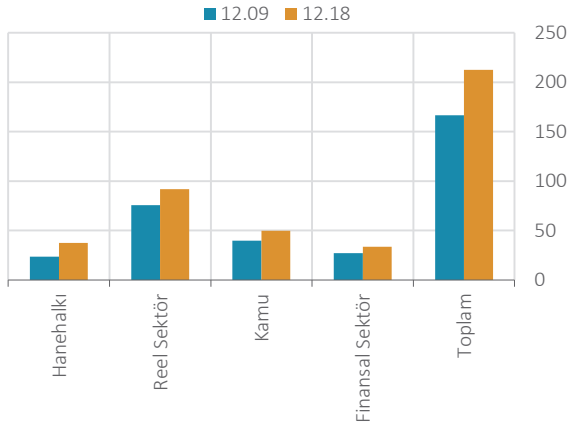
Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 21.05.19

Dipnot: Kesikli çizgiler 30 günlük Fed fonları vadeli faiz sözleşmelerindeki ima edilen oranları göstermektedir.

Küresel finansal kriz sonrasında GOÜ'lerde borçluluk önemli ölçüde artış kaydetmiştir (Grafik II.1.3). Öte yandan, YP cinsinden borçlanmanın toplam borçlar içindeki payında azalma görülmüştür (Grafik II.1.4). Bu azalışın bazı GOÜ'lerde hanehalkının YP borçlanmasına getirilen sınırlamalar ve kamu sektörünün yerel para cinsinden borçlanma tercihiyle bağlantılı olduğu değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise, kamu ve özel sektör borçluluğu kırılabilirlik unsurları olarak takip edilmektedir.

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

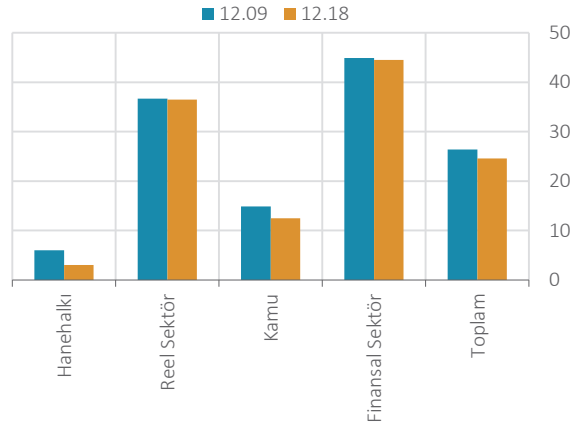


Kaynak: IIF

Son Gözlem: 12.18

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)**



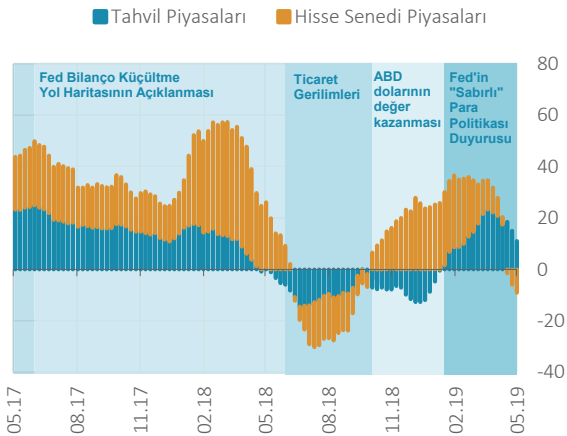
Kaynak: IIF

Son Gözlem: 12.18

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.

Temel olarak Fed'in normalleşmeye dair para politikasında sabırlı olacağını belirtmesi ve ABD ile Çin arasındaki ticari anlaşmazlıkların çözüme kavuşturulacağına dair olumlu beklentiler, 2018 yılı son çeyreğinde gözlenen küresel finansal koşullardaki daralmayı tersine çevirirken GOÜ'lere yönelik risk iştahı artmış ve söz konusu ülkelere net portföy girişi yaşanmıştır (Grafik II.1.5). ABD ile Çin arasında devam eden ticaret görüşmelerindeki olumlu havaya rağmen, 2019 yılı Mayıs ayı ile birlikte ABD'nin Çin'den ithal edilen mallara yönelik gümrük tarifelerini artırmasının yarattığı gerilim, GOÜ'lere yönelik portföy hareketlerine ivme kaybettirmiştir. Bununla birlikte, borçlanma maliyetleri azalmış, risk primlerinde 2019 yılı başından itibaren geçmiş Rapor dönemine kıyasla iyileşme görülmüştür (Grafik II.1.6).

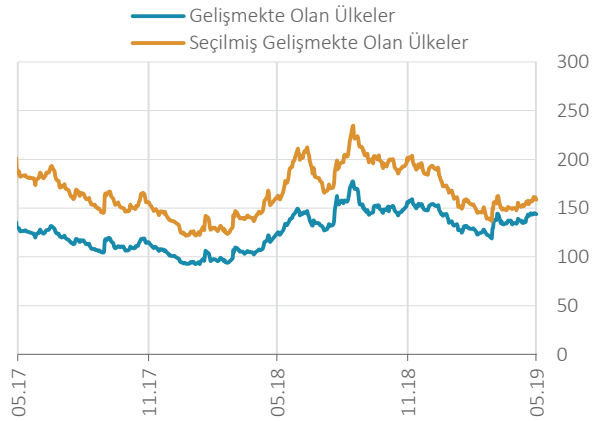
**Grafik II.1.5: GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları (13 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)**



Kaynak: EPFR

Son Gözlem: 15.05.19

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



Kaynak: Bloomberg

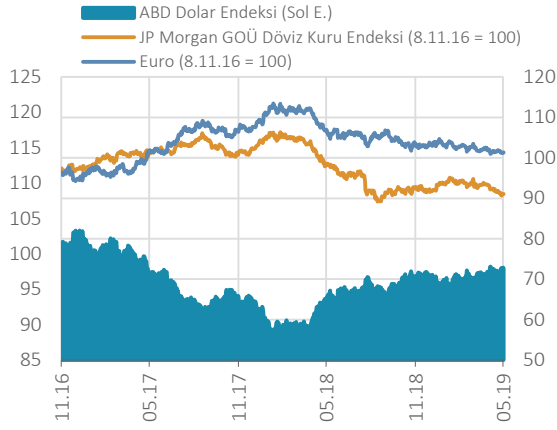
Son Gözlem: 21.05.19

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 para birimleri geçmiş Rapor döneminden bu yana ABD doları karşısında genel olarak yatay seyretmektedir. (Grafik II.1.7). Diğer yandan, GOÜ borsa endekslerinin birçoğu başta Çin olmak

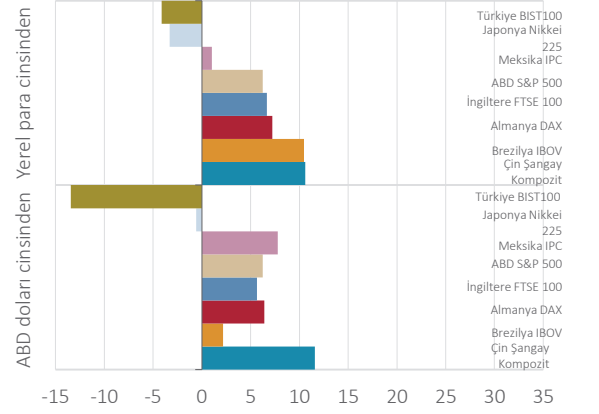
üzere son Rapor dönemine kıyasla olumlu performans göstermiştir. Aynı dönemde gelişmiş ülke borsaları da küresel likidite koşullarındaki iyileşmenin de etkisiyle olumlu görünüm sergilemiştir (Grafik II.1.8). Bununla beraber, Mayıs ayı itibarıyla artan küresel ticaret gerilimi, borsa endeksleri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmuştur.

### Grafik II.1.7: Döviz Kuru Endeksleri (Endeks)



Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 21.05.19

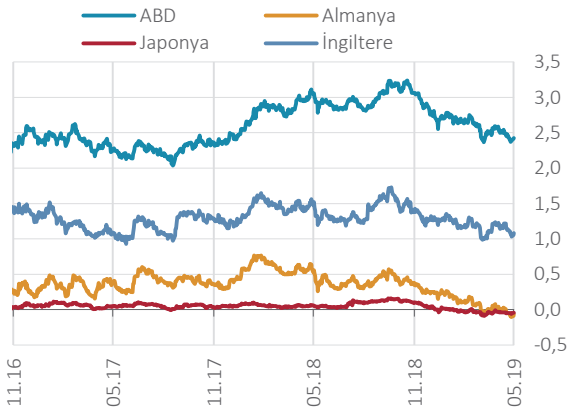
### Grafik II.1.8: Borsa Endeksleri (12.11.2018-21.05.2019, % Değişim)



Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 21.05.19

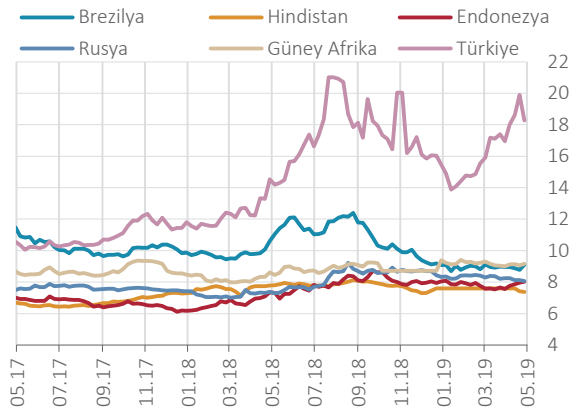
Fed'in faiz artırımına ara vereceği yönündeki açıklaması küresel finansal koşulları olumlu etkilemiş, başta ABD piyasaları olmak üzere gelişmiş ülke tahvil getirilerinde aşağı yönlü bir eğilimin oluşmasına zemin hazırlamıştır (Grafik II.1.9). Diğer taraftan, son dönemde küresel finansal koşullardaki gelişmeler, artan küresel ticaret geriliminin de etkisiyle GOÜ tahvil faizlerine yansımamıştır (Grafik II.1.10).

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



Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 21.05.19

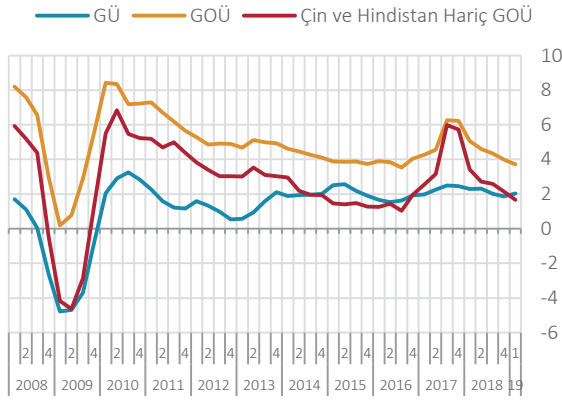
### Grafik II.1.10: GOÜ'lerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 17.05.19

Dipnot: Güney Afrika'da yakın dönemde 10 yıl vadeli hazine tahvil ihracı olmadığından 2017 yılı Aralık ayı sonrasında 9 yıl vadeli tahvil getirileri esas alınmıştır.

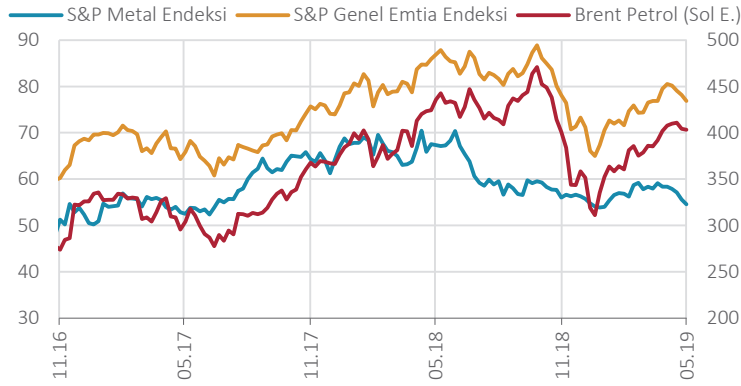
Küresel büyüme görünümündeki aşağı yönlü riskler sürerken Çin ve Hindistan hariç GOÜ'ler ile gelişmiş ülkelerin büyüme oranları birbirine yakınsamıştır (Grafik II.1.11). Genişleyici maliye politikalarının etkisiyle ABD'de iktisadi faaliyetlerdeki görece güçlü seyir devam etmektedir. Diğer yandan Euro Bölgesi'nde öncü göstergeler iktisadi büyümeye ilişkin olumsuz görünümün devam ettiğini ortaya koymaktadır (Grafik II.1.12). Küresel likidite koşullarındaki gevşemeye rağmen ülkelere özgü makroekonomik koşullar ile jeopolitik gelişmeler, bazı GOÜ'lerin büyüme oranları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

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

Kaynak: Bloomberg, TCMB Son Gözlem: 03.19

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.

Emtia fiyatlarında 2018 yılı Ekim ayı sonrasında yaşanan azalış eğilimi yerini 2019 yılı başından itibaren yükselişe bırakmıştır (Grafik II.1.13). Petrol üreticisi ülkelerin petrol arzını kısması, demir gibi bazı metal ürünlerinde üretim kesintileri ile Çin'deki genişleyici maliye politikaları fiyatlardaki yukarı yönlü harekette etkili olmuştur. Petrol arzındaki daralmanın devam etmesi petrol fiyatları görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluştururken, başta Çin olmak üzere, küresel büyüme görünümündeki yavaşlama ve korumacı ticaret politikaları, emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilecektir.

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

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 21.05.19

Küresel finansal kriz sonrası, G20 önderliğinde hazırlanan finansal düzenleyici reformlar, finansal sistemin şoklara karşı dayanıklılığına katkı sağlamıştır. Öte yandan, küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama, yüksek borçluluk, ticaretteki korumacı eğilimlerin olası olumsuz yansımaları, anlaşmaz Brexit, jeopolitik gelişmeler ile ülkelere özgü riskler küresel finansal istikrara yönelik önemli konjonktürel risk unsurları arasında yer almaktadır. Finansal sektörde geniş bir uygulama alanı bulan teknolojik gelişmeler ve ürünler birtakım fayda ve fırsatlar sunmakla birlikte, finansal istikrara yönelik taşıdığı potansiyel riskler ve sektörde yapısal değişiklik yaratma olasılığı nedenleriyle ulusal ve uluslararası finansal kuruluşlar tarafından yakından takip edilmektedir (Kutu II.1.I). Diğer taraftan, küresel finansal reformların büyük oranda tamamlanmasıyla birlikte, söz konusu reformların etkilerine dair yapılmaya başlanan analizler, reformların etkisini ve etkinliğini artırarak sürdürülebilir, kapsayıcı küresel büyüme ile küresel finansal istikrarın korunmasına katkı sağlayacak bir adım olarak değerlendirilmektedir (Kutu II.1.II).

## Kutu II.1.1

### Finansal Teknolojiler (FinTek) Alanındaki Gelişmelerin Finansal İstikrara Yönelik Potansiyel Etkileri

FinTek, finansal piyasalara, kuruluşlara ve finansal hizmetlerin sunulmasına önemli derecede etki ederek yeni iş modelleri, uygulamaları, süreçleri veya ürünleri ortaya çıkaran teknolojiye dayalı finansal yenilikler olarak tanımlanmaktadır (FSB, 2019). Son yıllarda, yapay zekâ ve büyük veri setlerinin kullanımı, dağıtık veri tabanları ve kriptoloji alanındaki uygulamalar ile mobil ve internet teknolojilerindeki gelişmeler finansal hizmetler sektöründe hızlı bir şekilde uygulama alanı bularak yeni ürün, hizmet ve iş modellerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Tablo II.1.1.1). Finansal teknolojilerin yaygın kullanımı, ürün çeşitliliğini artırarak daha yüksek hızla ve düşük maliyetle finansal piyasalara ve hizmetlere erişimi mümkün kılmaktadır. Kredi aracılık faaliyetleri, ödeme sistemleri, sigortacılık ve menkul kıymet alım satımı gibi alanlar başta olmak üzere, finansal hizmetlerde rekabet ve çeşitliliğin artması, daha etkin işleyen ve dayanıklı bir finansal sistemin oluşmasına katkı sunabilmektedir. Diğer taraftan, finansal teknolojilerdeki yenilikler, sistemik riske dönüşme potansiyeli olan operasyonel ve siber riskler gibi birtakım riskleri de beraberinde getirebilmektedir.

**Tablo II.1.1.1: Finansal Hizmetler Alanında Kullanılan Temel Teknoloji ve Yenilikler**

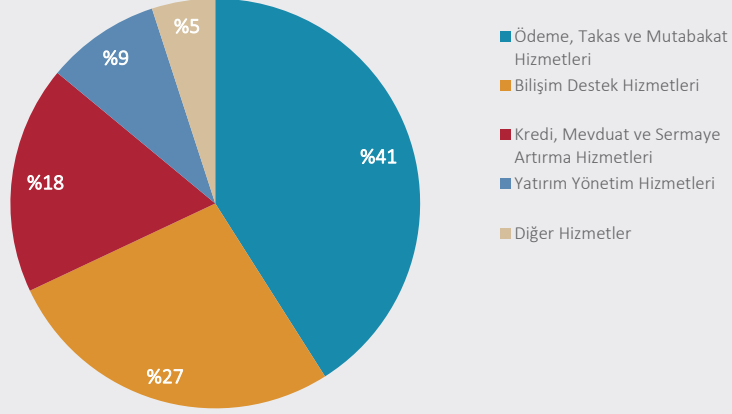
Teknoloji		Finansal Hizmetler				
Temel Teknoloji	Yenilik	Ödeme	Tasarruf	Borçlanma	Risk Yönetimi	Finansal Danışmanlık
Yapay Zeka/Büyük Veri	Makine Öğrenme/ Kestirimci Analiz		Yatırım Danışmanlığı			
				Kredi Kararları		
		Uyum, Denetim ve Sigortacılık Teknolojileri, Büyük Teknoloji Firmaları				
			Varlık Alım Satımı			
Dağıtık İşleme/Bulut Bilişim	Dağıtık Defter Teknolojisi (Blok Zincir)	Mutabakat				
		Şirketler Arası (B2B) ve Denkler Arası Finansal Hizmetler (P2P)				
		Arka Ofis İşlemleri; Bilgi Paylaşımı				
		Kripto Varlıklar				
Kriptografi	Akıllı Sözleşmeler/ Biyometrik Veri	Otomatik İşlemler				
		Güvenlik				
		Kimlik Koruma				
Mobil Erişim/İnternet	API/ Sayısal Cüzdan	Sayısal Cüzdanların Kolay Kullanımı, Finans Bilgi Panelleri, P2P				
		Kitle Fonlaması				
		Birlikte Çalışabilirlik ve Genişleyebilirlik				

Kaynak: IMF (2017)

Hızla değişen tüketici beklentileriyle bağlantılı olarak dijital finansal hizmetlere talep artmış, bilişim sektöründe kaydedilen ilerleme ve finansal düzenlemelerdeki değişiklikler finansal teknolojilerin ilerleme ve yayılma hızının son yıllarda ivme kazanmasında etkili olmuştur. Söz konusu gelişmelerin önümüzdeki dönemde bankacılık sektörü faaliyetlerine ve riskliliğine daha fazla etki etmesi öngörülmekte, sektöre yönelik finansal düzenlemelerin de bu doğrultuda gözden geçirilmesi ve değiştirilmesi beklenmektedir (BCBS, 2018). Finansal sektörün farklı alanlarını

etkilemekte olan FinTek faaliyetlerinin ödemeler ve bilişim destek hizmetleri alanında yoğunlaştığı gözlenmektedir (Grafik II.1.1.1). Bu nedenle, söz konusu faaliyetler çeşitli uluslararası kuruluşlar tarafından izlenmekte ve analiz edilmektedir.

**Grafik II.1.1.1: FinTek Faaliyetlerinin Sektörel Dağılımı**



Kaynak: BIS (2018)

Dipnot: Sektörel dağılımda kullanılan veriler Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS)'ne üye ülkeler nezdinde 2016 yılında gerçekleştirilen anket sonuçlarından elde edilmiştir.

Geleneksel finansal kuruluşlar ile FinTek firmaları arasındaki ilişkinin, piyasa yapılarında değişikliklere yol açarak finansal istikrara etki edebileceği değerlendirilmektedir. Özellikle Fintek firmalarınca gerçekleştirilen ve “açık bankacılık” olarak adlandırılan faaliyetler geleneksel yapıyı etkileme ve dönüştürme potansiyeli taşımaktadır.<sup>1</sup> Bu çerçevede, FinTek firmalarının, ödeme hizmetleri ve kredi aracılık faaliyeti alanlarında rekabeti artırarak bankaların kârlılığını azaltması ve risk iştahının artmasına yol açması olası görülmektedir. Açık bankacılık faaliyetlerinin siber risklere karşı kırılgan olması ise finansal istikrara yönelik riskler arasındadır. Diğer taraftan, merkezleşmenin azalması ve ürün farklılaşması ile finansal hizmetlere erişimin kolaylaşması, finansal istikrara katkı sağlamaktadır.

Büyük teknoloji şirketleri de doğrudan finansal hizmetler alanında faaliyet göstererek geleneksel finansal kuruluşlar ile rekabet etmekte veya destek hizmeti sunarak işbirliği yapmaktadır.<sup>2</sup> Büyük teknoloji şirketleri, başta Çin olmak üzere GOÜ’lerde ödeme, kredi temini ve portföy yönetim hizmetleri gibi alanlarda faaliyetlerini artırmaktadır. Bu durum, bankalara bağımlılığı azaltarak ödünç alınabilecek fonların çeşitlenmesini sağlayabilmekte, piyasada şeffaflığı artırarak finansal tabana yayılmaya katkı sunabilmektedir. Artan şeffaflık ile beraber özellikle tüketicilerin lehine fiyatlandırma davranışlarının yaygınlaşacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan, büyük teknoloji şirketleri, yüksek yoğunlukta tüketici verisine dayalı olarak geliştirilen iş modelleri ile rekabet üstünlüğü elde edebilmektedir. Bu durum, diğer finansal kuruluşların ilgili finansal hizmet piyasalarından dışlanmasına yol açarak söz konusu piyasalarda yoğunlaşma ve dolayısıyla büyük teknoloji şirketlerinin sistemik önemini artırma risklerini taşımaktadır. Bu şirketlerin izlediği rekabetçi fiyatlandırma davranışı ve belirli finansal ürünlerin sübvansede edilmesi; risklerin yanlış fiyatlandırılmasına ve tüketicilerin yüksek kaldıraç ile faaliyetlerde bulunmasına da yol açma riski taşımaktadır. Ayrıca, büyük teknoloji şirketlerinin finansal kuruluşlar ile birlikte çalıştığı durumlarda finansal sistemin bağlantılılığı artmakta ve sistemik risk olasılığı yükselmektedir.

<sup>1</sup> Açık bankacılık faaliyetleri, uygulama programlama arayüzü (API) kullanarak kişi ya da kişilerin farklı finansal kuruluşlardaki verilerine yasal düzenlemelere aykırı olmaksızın ulaşılıp, bu verilere dayalı finansal ürün ve hizmetler sunulmasını içermektedir.

<sup>2</sup> ABD’deki Google, Amazon, Facebook ve Apple ile Çin’deki Baidu, Alibaba ve Tencent büyük teknoloji şirketleri arasında yer almaktadır.

Geleneksel finansal kuruluşlar üçüncü taraf hizmet sağlayıcılarından belirli alanlarda teknoloji hizmeti alabilmektedir.<sup>3</sup> Sabit yatırım ve altyapı maliyetlerini azaltması, piyasaya giriş engellerini ortadan kaldırması, makine öğrenmesi ve yapay zekâ gibi teknolojik yeniliklerin uygun bir şekilde kullanımına imkân tanınması ve yüksek seviyede siber güvenlik sunması, üçüncü taraf hizmet sağlayıcılarının kullanımı ile elde edilen faydalar arasındadır. Diğer taraftan, finansal kuruluşların bulut bilişim ve veri yönetimi gibi üçüncü taraf hizmetlere artan bağımlılığının finansal istikrara yönelik bazı riskleri ortaya çıkardığı da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kapsamda, finansal kuruluş ile üçüncü taraf hizmet sağlayıcıları arasında bilgi asimetrisi oluşması, veri mahremiyetine ilişkin hususlar, az sayıda hizmet sağlayıcısına bağımlı çalışılması ve kritik faaliyetlerin bulut bilişim kapsamında yürütülmesi potansiyel riskler arasında yer almaktadır. Operasyonel bağımlılıkların finansal piyasalarda risklerin aktarım mekanizması haline gelmesi, siber dayanıklılık ve güvenlik konularını sistemik risk açısından da ön plana çıkarmaktadır.

Teknolojik yenilikler, finansal hizmetler alanında artan bir yer edinmekle kalmamakta, finansal kuruluşlar ve düzenleyici otoriteler tarafından raporlama, düzenlemelere uyum ve denetim süreçlerinde de uygulama alanı bulmaktadır. Yapay zekâ, makine öğrenmesi ve büyük veri gibi teknolojik yenilikler veri raporlama ve risk yönetimi (tüketici risk profili ve kredi skorlama) başta olmak üzere düzenlemelere uyum sürecinde finansal kuruluşlar tarafından kullanılmaktadır. Düzenleyici otoriteler ise gözetim, denetim faaliyetlerinin raporlanması ve analizlerin iyileştirilmesi gibi alanlarda bu teknolojilerden yararlanabilmektedir. Böylece, finansal kuruluşlar daha düşük maliyetle düzenlemelere uyumluluğu sağlarken, düzenleyici otoriteler de bu teknolojiler sayesinde daha fazla veri toplayarak bu verileri analiz etme imkânına kavuşmaktadır. Ek olarak, finansal hizmetler alanında yenilikçi firmaların desteklenmesi amacıyla daha esnek düzenleme ve denetim şartları sağlayan kum havuzu programları da uygulama alanı bulmaktadır. Böylece, yeni hizmet ve iş modelleri finansal düzenleyici otoritelerin gözetimi altında gerçek müşteriler ile test edilebilmektedir. Bu uygulamanın finansal yeniliklerin gelişmesine ve ürün çeşitliliğinin artmasına zemin hazırlayarak finansal istikrara katkı sağlayabileceği değerlendirilmektedir.

Tüm bu gelişmeler ışığında, bu aşamada finansal teknolojiler alanındaki hızlı gelişimin finansal istikrara yönelik etkilerinin yakından takip edilmesi, olası risklerin belirlenmesi ve ihtiyaç halinde ilgili sektörlerde düzenlemelerin oluşturulması birer gereklilik olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, ülkemizdeki düzenleyici ve denetleyici otoriteler de FinTek alanında gerekli çalışmaları ve düzenlemeleri yapmaktadır.

### Kaynakça

BIS (2018), "BCBS, Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors".

FSB (2019), "FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications".

FSB (2017a, 2017b ), "Financial Stability Implications from FinTech" ve "FinTech Credit: Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications".

IMF (2017), Staff Discussion Note, "Fintech and Financial Services: Initial Considerations".

UNSGSA FinTech Working Group and CCAF. (2019). "Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech: Innovation Offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech". Office of the UNSGSA and CCAF: New York, NY and Cambridge, UK.

<sup>3</sup> IBM, Microsoft, Cisco, Apache, BMC, HPE, Huawei, VMware, Accelerite ve Embotics şirketleri özel bulut bilişim hizmeti sağlayan üçüncü taraf hizmet sağlayıcıları arasında yer almaktadır.



## Kutu II.1.II

### Küresel Finansal Sistemi Düzenleyen Reformlara İlişkin Etki Analizi Çalışmaları

Küresel finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir platform olan G20, küresel krizin ardından ekonomi politikalarında koordinasyonu artırmak ve finansal sistemi güçlendirmek için yoğun olarak çalışmaktadır. G20 üyelerinin önderliğinde hazırlanan reform gündeminin temel unsurları, finansal kuruluşların sağlaştırılması, “batmasına izin verilemeyecek kadar büyük finansal kuruluşlar” sorununun sonlandırılması, tezgahüstü türev piyasaların daha sağlam hale getirilmesi ve banka dışı finansal aracılıktan kaynaklı risklerin azaltılması olarak belirlenmiştir.<sup>1</sup> Başta Finansal İstikrar Kurulu (FSB) ve Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) olmak üzere, uluslararası standart belirleyici kuruluşlar bu hususlardaki reform çalışmalarında önemli aşama kaydetmiş, Basel III düzenleme çerçevesi de dâhil olmak üzere pek çok reform nihai hale getirilerek uygulanmaya başlamıştır.

Reformların uygulama sürecinde mesafe alınmasıyla birlikte, bu reformların istenen sonuçları üretip üretmediğinin tespit edilmesi amacıyla 3 Temmuz 2017 tarihinde FSB tarafından reformlarının etki analizinin nasıl yapılacağına çerçevesini çizen bir doküman yayınlanmıştır (FSB, 2017). Etki Analizi Çerçevesi'nin belirlenmesinin ardından, üç konuda çalışmaya başlanmıştır. Bunlar; tezgahüstü türev piyasa reformlarının bir parçası olan tezgahüstü türev ürünlerin merkezi takasa tabi tutulmasının teşvik edilmesine ilişkin düzenlemeler, “batmasına izin verilemeyecek kadar büyük finansal kuruluşlar” sorunun sonlandırılmasına yönelik düzenlemeler ve reformların altyapı ve KOBİ finansmanı odağında reel sektöre etkileridir. Bu kutuda, analizi tamamlanan iki alan; merkezi takas teşvikleri ve reformların altyapı finansmanına etkileri konularındaki bulgular paylaşılacaktır.

Tezgahüstü türev işlemler piyasalarına yönelik sermaye, likidite, teminat gerekleri, merkezi karşı tarafların dayanıklılığı, kurtarılması ve çözümlenmesi gibi düzenleme alanlarında değişiklikler yapılarak doğrudan ya da dolaylı olarak tezgahüstü türev ürünlerin merkezi takasının teşvik edilmesi amaçlanmıştır. Söz konusu değişikliklerin etkisini ölçmeye yönelik analizin bulguları 19 Kasım 2018 tarihinde FSB (2018a) tarafından yayımlanan raporla kamuoyu ile paylaşılmıştır. Bulgulara göre, tezgahüstü türev ürünler piyasasındaki birçok türev üründe merkezi takasın, teşviklerin işaret ettiği doğrultuda arttığı görülmektedir. 2009 yılında merkezi takas oranı yüzde 24 iken 2017 yılında yüzde 62'ye çıkmıştır. Diğer bir önemli bulgu, özellikle merkezi takası yapılan işlemler için daha düşük sermaye gereklilikleri, merkezi takasa tabi tutulmayan işlemler için ilave teminat yükümlülükleri ve takas alanında yapılan diğer düzenleme değişikliklerinin aracı kuruluşlar ile büyük ve aktif müşteriler için tezgahüstü türev ürünlerinin merkezi takasını teşvik ettiğini göstermektedir. Diğer taraftan, teşviklerin etkileri küçük ve daha az aktif müşteriler için farklılaşmalar göstermektedir. Ayrıca, piyasa katılımcılarının merkezi takasa yöneliminin, piyasa likiditesi, karşı taraf kredi riski ve netleştirme etkinliği gibi düzenleme dışı faktörlerden de etkilendiği görülmektedir. Özellikle, sistemik öneme sahip piyasa oyuncuları açısından düzenlemelerin merkezi takası teşvik ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Küresel finansal sistemi düzenleyen reformların finansal aracılığa olan etkisine dair analizin, altyapı finansmanı ve küçük ve orta büyüklükteki işletme (KOBİ) finansmanı başlıklarında olmak

<sup>1</sup> Tezgahüstü türev ürünler piyasalarının daha sağlam hale getirilmesi hedefi doğrultusunda dört başlıkta çalışmalar yapılmaktadır: (i) Veri depolama kuruluşlarına raporlama, (ii) Türev ürünlerin merkezi karşı taraflarca takasa tabi tutulması, (iii) Merkezi takasın olmadığı durumlarda daha yüksek sermaye ve teminat yükümlülüğü, (iv) Elektronik platformlarda veya organize piyasalarda işlem yapılması.

üzere iki aşamada yapılması planlanmıştır. Bu kapsamda, ilk aşamada reformların altyapı finansmanına olan etkisi incelenmiştir. Bulgular, 20 Kasım 2018 tarihinde FSB (2018b) tarafından yayımlanmıştır. Çalışmada, mikro ve makro veriye dayalı ampirik analizlere ilave olarak, ülkemiz finansal kuruluşlarının da katkı sağladığı altyapı finansmanı eğilimleri anketi, uzmanlar ve piyasa katılımcıları ile mülakatlar, sektör temsilcilerinin katılımı ile yapılan çalıştay çıktıları, literatür taraması ve kamuoyu istişare süreci geri bildirimlerinden faydalanılmıştır. 2017 yılı Aralık ayında nihai hale getirilen Basel III reformları başta olmak üzere son dönemde devreye giren ve altyapı finansmanına etkileri olabilecek diğer G20 reformlarının yansımaları ise veri eksikliği nedeniyle sadece niteliksel olarak değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Bulgulara göre, altyapı finansmanında, küresel finansal kriz sırasında geçici olarak bir daralma yaşansa da, son yıllarda, kriz öncesine kıyasla daha yavaş olmakla birlikte, tekrar artış eğilimi gözlenmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki artış daha çok firma tahvil ihraçları, banka dışı finansman ve proje finansmanı gibi finansman seçeneklerindeki artıştan kaynaklanırken, GOÜ'lerdeki artış daha çok banka kredilerine dayanmaktadır. Bulgular, Basel III reformlarının altyapı finansmanı hacim ve maliyetlerinde kritik bir etkisi olmadığını göstermektedir. Küresel sistemik öneme sahip bankalar açısından bakıldığında ise bulgular, reformların altyapı finansmanı kredilerinde vadenin azalmasına yol açtığı, bu durumun da aslında vade uyumsuzluğunu azaltmayı öngören reform hedefleriyle uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Temel olarak, etki analizine konu olan reformların altyapı finansmanı üzerinde belirgin olumsuz etkilerinin olmadığı görülmektedir.

Etki analizi çalışmalarının süreklilik göstermesi ve sonuçlarının etkin bir şekilde değerlendirilmesi, küresel finansal reformların hem tasarım hem de uygulanması açısından kritik bir bileşen olup, reformlara dair analiz sonuçları gerek düzenleyici ve denetleyici kurumlar gerek uluslararası standart koyucular açısından önümüzdeki dönemde yol gösterici olacaktır.

### Kaynakça

FSB (2017), "Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms", <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P030717-4.pdf>

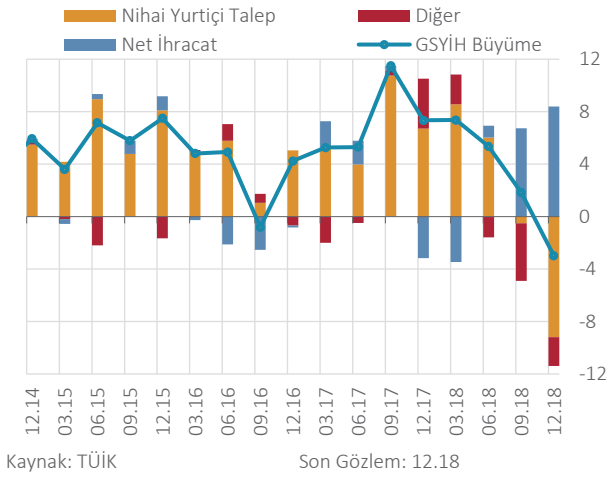
FSB (2018a), "Incentives to Centrally Clear Over-the-counter (OTC) Derivatives – A Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms – Final Report", <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R191118-1-1.pdf>

FSB (2018b), "Evaluation of the Effects of Financial Regulatory Reforms on Infrastructure Finance", <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201118-1.pdf>

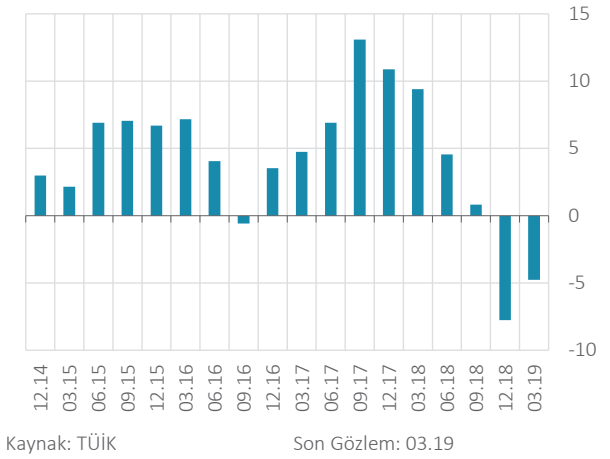
## II.2 Yurt İçi Gelişmeler

2018 yılı son çeyreğinde iktisadi faaliyetteki dengelenme süreci belirginleşmiş; reel GSYİH yıllık yüzde 3 ve çeyreklik yüzde 2,4 oranlarında azalmıştır. Harcama yönünden yıllık büyümeye katkılara bakıldığında, nihai yurt içi talebin aşağı yönlü etkili olduğu; net ihracatın katkısındaki artışın ise ekonomideki yavaşlamayı sınırladığı görülmektedir (Grafik II.2.1). Son dönemde açıklanan veriler, ekonomideki dengelenme eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. 2018 yılı son çeyreğinde yıllık yüzde 7,8 gerileyen sanayi üretim endeksi (SÜE), 2019 yılı ilk çeyreğinde daha ılımlı bir düşüş kaydetmiştir (Grafik II.2.2). İlk çeyrekteki görece iyileşmeye, ihracat performansının yanı sıra kamu kesiminin destekleyici duruşu katkıda bulunmuştur. Son dönemde, kredi büyümesindeki kısmi toparlanma sinyallerine rağmen finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesi, iktisadi faaliyetin yavaş bir seyir izlemesinde etkili olmaktadır. Ek olarak, başta ülkemiz ihracat pazarında önemli bir paya sahip AB ülkeleri olmak üzere küresel büyümedeki yavaşlama eğilimi ve jeopolitik gelişmeler, yurt içi iktisadi faaliyet açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

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

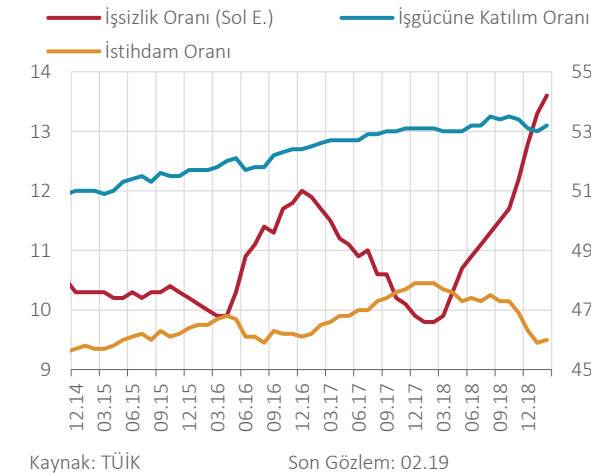


**Grafik II.2.2: Sanayi Üretim Endeksi**  
(Takvim Etkisinden Arındırılmış Yıllık % Değişim)

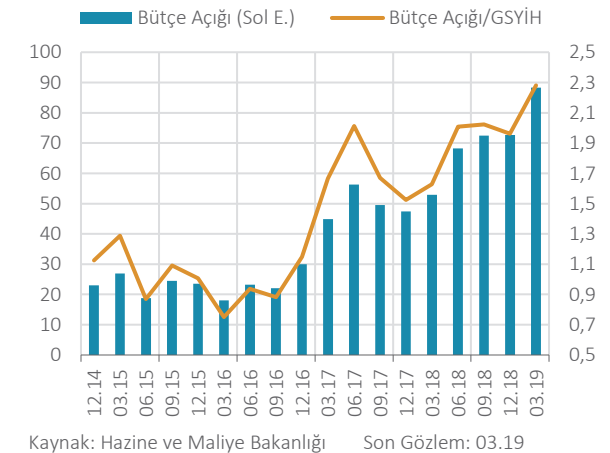


İktisadi faaliyetteki zayıf seyrin, işsizlik oranları ve istihdam üzerindeki yansımaları 2019 yılı ilk çeyreğinde sürmüştür; mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı, 2019 yılı Şubat ayı itibarıyla yüzde 13,6'ya yükselmiştir (Grafik II.2.3). Bir süredir artış eğiliminde olan işgücüne katılım oranında 2018 yılı Kasım ayından sonra kısmi bir gerileme yaşanmıştır. İktisadi faaliyette izlenen ılımlı toparlanma eğiliminin işgücü piyasası üzerindeki etkilerinin gecikmeli olarak gözlenmesi beklenmektedir.

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



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

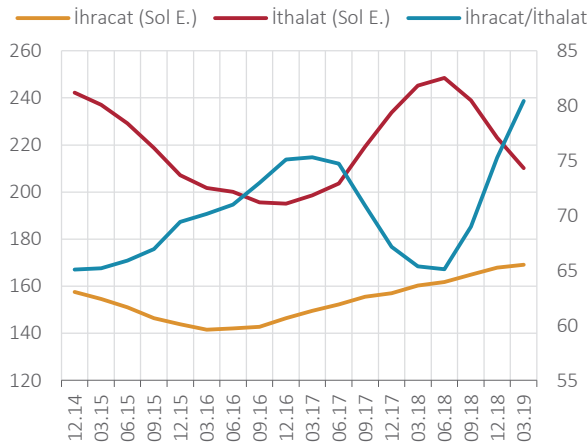


Son dönemde, iç talepteki zayıf görünümün iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini sınırlamaya yönelik destekleyici kamu politikalarında artış gözlense de, bütçe açığı düşük seviyelerini korumaktadır. 2019 yılı ilk çeyreğinde başta personel giderleri olmak üzere tüketim ve yatırım harcamaları ile yükselen bütçe açığı/GSYİH oranı, 2019 yılı sonu için Yeni Ekonomi Programı (YEP) kapsamında sunulan 1,8'lik hedefin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik II.2.4). İktisadi faaliyetle uyumlu olarak zayıf bir seyir izleyen vergi gelirlerinin, iç talepte başlayan kısmi toparlanma ve yılın ikinci yarısında vergi indirimlerinin geri alınması ile önümüzdeki dönemde kademeli iyileşme kaydedeceği düşünülmektedir. YEP kapsamında uygulamaya alınması öngörülen tasarruf ve gelir artırıcı adımlar mali disiplinin korunması açısından önemli görülmektedir.

İhracatın ithalatı karşılama oranı, yurt içi talepteki zayıf seyrin etkisiyle, 2018 yılı ortasından bu yana artmaktadır (Grafik II.2.5). Uzun dönem eğilimleri gösteren 12 aylık birikimli verilere bakıldığında, 2019 yılı ilk çeyreğinde, gerek manşet gerekse altın ve enerji hariç dış ticaret açığındaki düzelmeye devam ettiği görülmektedir. İthalattaki daralmanın yanında güçlü turizm ve ihracat gelirlerinin dış ticaret açığındaki iyileşmede önemli katkısı olduğu izlenmektedir. Son dönemde, başta AB ülkeleri olmak üzere küresel büyüme görünümüne ilişkin yavaşlama sinyallerine rağmen dış talep olumlu seyrini korumaktadır. Yurt içi talepteki daralmaya bağlı olarak firmaların dış piyasalara yönelme eğilimi ve pazar çeşitlendirme esnekliği mal ihracatını desteklemekte; döviz kuru gelişmeleri ve iktisadi faaliyetteki zayıf seyir ithalat talebini sınırlamakta; net seyahat gelirlerinin desteğiyle dış dengedeki düzelmeye devam etmektedir (Grafik II.2.6). Cari dengedeki iyileşme eğiliminin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir.

**Grafik II.2.5: Dış Ticaret**

(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, %)

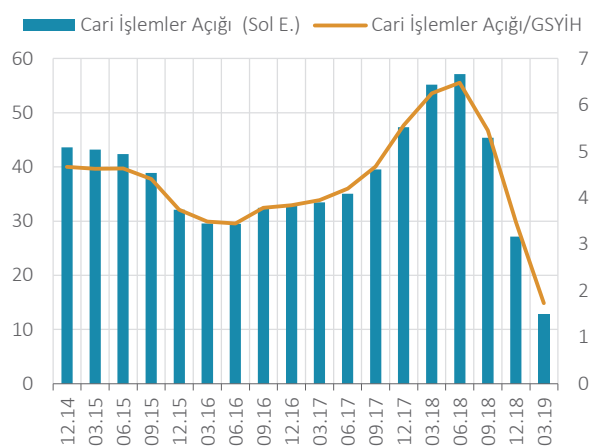


Kaynak: TÜİK

Son Gözlem: 03.19

**Grafik II.2.6: Cari Açık**

(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, %)



Kaynak: TCMB

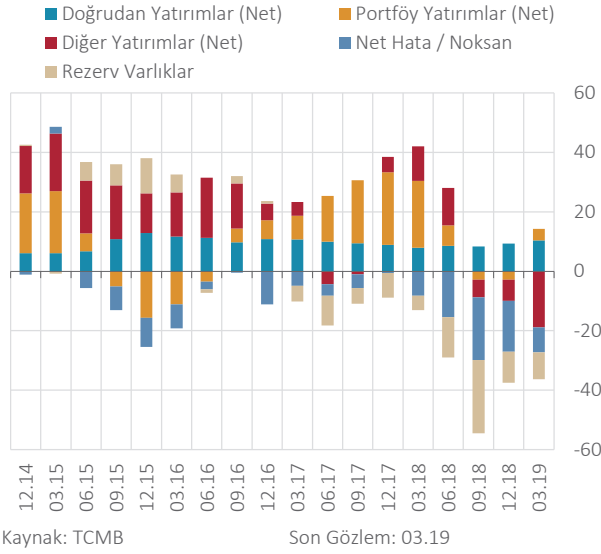
Son Gözlem: 03.19

Dipnot: 2019 yılı birinci çeyrek GSYİH verisi TCMB tahminidir.

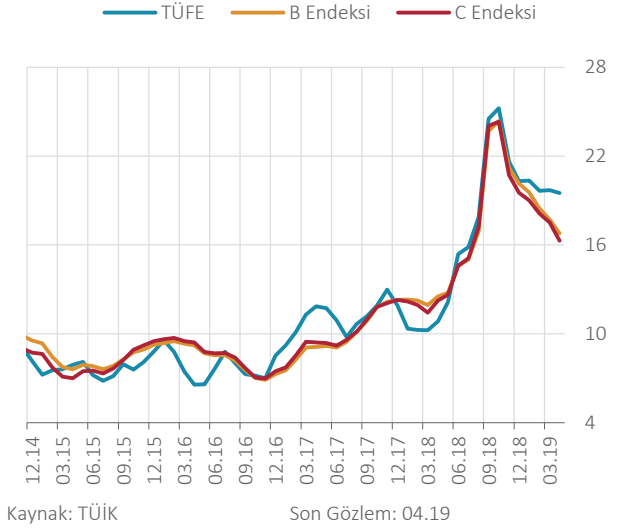
Cari açığın finansman tarafı incelendiğinde, 12 aylık birikimli değişimlere göre, doğrudan yatırımlar istikrarlı seyrini sürdürürken diğer yatırımlar tarafında net sermaye çıkışı yaşandığı ve cari açığın finansmanında sermaye girişlerinin payının azaldığı görülmektedir (Grafik II.2.7).

Zayıflayan birikimli kur etkileri, ithal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak 2018 yılının Kasım ayından bu yana enflasyon göstergelerinde iyileşme eğilimi gözlenmiş; 2019 yılı Nisan ayında yıllık TÜFE enflasyonu yüzde 19,5'e gerilemiştir (Grafik II.2.8). Bu dönemde, gıda ve hizmet gruplarının enflasyona katkısı ise yükselmiştir. Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu ve ana eğilimi daha hızlı düşmüş; Nisan 2019 itibarıyla B ve C endeksleri yüzde 16,8 ve yüzde 16,3 olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde, para politikasındaki sıkı duruşun yanı sıra YEP kapsamındaki 2019 yılı Yapısal Dönüşüm Adımları çerçevesinde öngörülen koordineli adımların enflasyona düşüş yönünde destek vermesi beklenmektedir.

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

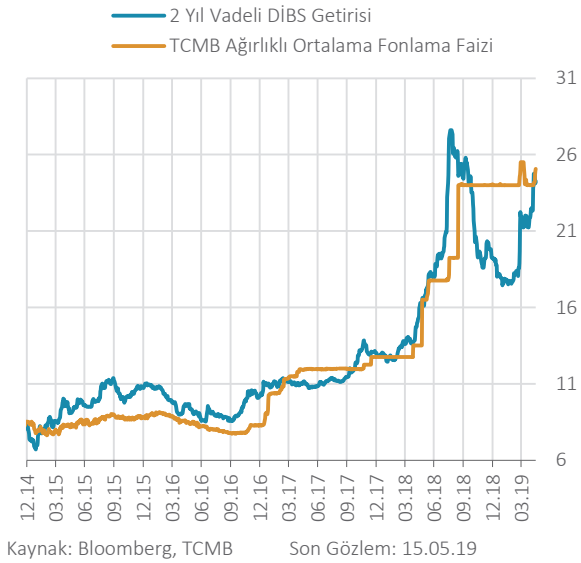


**Grafik II.2.8: Fiyat Endeksleri (Yıllık % Değişim)**



Enflasyon göstergelerinde bir miktar iyileşme gözlenirse de, enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir ile gıda fiyatları ve ithal girdi maliyetlerindeki artışlar fiyat istikrarı üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu kapsamda TCMB, sıkı para politikası duruşunu korumaktadır. 2018 yılı Kasım ayından 2019 yılı Nisan ayına kadar geçen dönemde, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinin (AOFM) altında seyreden tahvil faizleri, 2019 yılı Mayıs ayında politika faizine yakın seviyelere yükselmiştir (Grafik II.2.9). Son dönemde, belirsizliklerin ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle, Kredi Temerrüt Takası (CDS) priminde ve döviz kuru oynaklığında dalgalanmalar gözlenmiştir (Grafik II.2.10). Piyasaların ve aktarım mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla TCMB tarafından kullanılan TL ve döviz likidite yönetimi araçları piyasa dalgalanmalarını sınırlamaktadır.

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



**Grafik II.2.10: CDS Primi ve Kur Oynaklığı (Baz Puan, %)**

