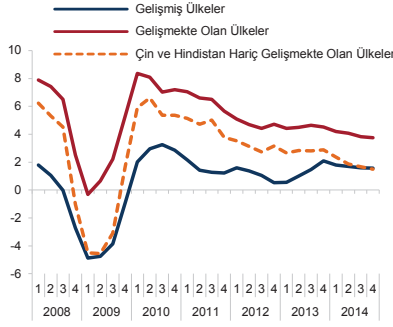


I. Makroekonomik Görünüm

Küresel büyüme 2014 yılında ılımlı düzeyde gerçekleşmiş olup iktisadi faaliyetteki toparlanma ülkeler arasında farklılaşmaya devam etmektedir. Başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüşün etkisi ile gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflerin altında seyretmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise yerel para birimlerinde meydana gelen değer kayıpları sonucunda enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir hareket gözlenmektedir. Büyüme ve enflasyon görünümündeki farklılaşma sonucu gelişmiş ülke para politikaları birbirinden ayrılmaktadır. Bahse konu gelişme ve küresel ekonomiye ilişkin öngörülebilirliğin düşük seyretmesi ile birlikte artan belirsizlikler küresel piyasaların veri akışına duyarlılığının yüksek seviyelerde kalmasına neden olmaktadır. Bütün bu gelişmeler sonucunda, risk iştahı ve sermaye akımlarındaki oynaklık sürmektedir. Küresel ekonomik gelişmeler, gelişmekte olan ülkeler için fırsatlar ve zorluklar barındırmaktadır. Düşük petrol fiyatları emtia ithalatçısı gelişmekte olan ülkelerin enflasyon, cari açık ve büyüme görünümünü olumlu etkilemektedir. Diğer yandan, küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyretmesi dış ticaret kanalı ile gelişmekte olan ülkelerin büyümesinde aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır. Küresel döviz piyasalarında ABD dolarının diğer tüm para birimlerine karşı önemli ölçüde değer kazanması, özellikle yabancı para birimi cinsinden borçluluğu yüksek gelişmekte olan ülkeler için bir risk unsuru olmuştur.

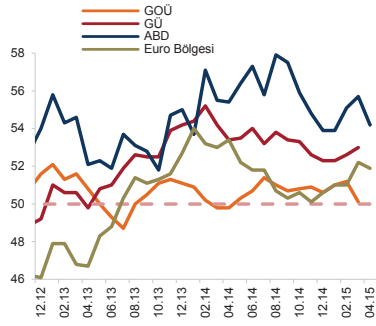
Ülkemizde iktisadi faaliyet ılımlı bir seyir izlemektedir. Özellikle ihracattaki zayıf seyir büyümeyi yavaşlatan ana unsur olmaktadır. Toplam talep koşulları enflasyondaki düşüş sürecini desteklerken, gıda fiyatları ve döviz kurunun gecikmeli etkileri enflasyon görünümündeki iyileşmeyi sınırlamaktadır. Ülkemize yönelik portföy akımları zayıf seyrederken, risk priminde ve Türk lirasının değerinde dalgalanmalar yaşanmaktadır. TCMB finansal piyasalardaki oynaklıkların enflasyon görünümü ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini sınırlamak amacıyla likidite politikasını sıkı tutmak suretiyle temkinli para politikası duruşunu sürdürmektedir. Uygulanmakta olan temkinli para politikası ve süregelen makroihtiyati politikalar sonucu cari işlemler dengesi iyileşirken, uygulanan mali disiplin ve bankacılık sektörünün güçlü konumu risk primlerinin düşük seviyelerde kalmasına

Grafik 1.1.1
Küresel ve Gelişmiş Ülkelerde Büyüme Oranları
(Yıllık Yüzdeler Artışı)



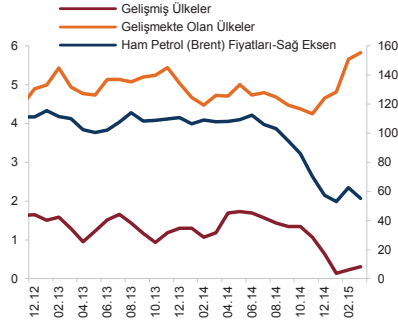
(1) Toplulaşırma yapılmış ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB

Grafik 1.1.2
İmalat Sanayi PMI Endeksleri



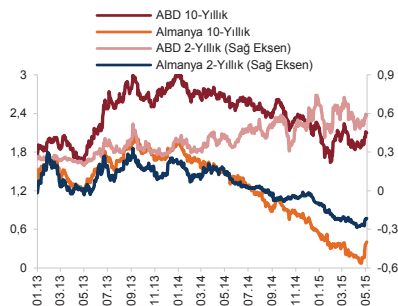
Kaynak: Bloomberg

Grafik 1.1.3
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları ve Brent Petrol Fiyatları (Yüzdeler, Yıllık, ABD doları)



Kaynak: Bloomberg

Grafik 1.1.4
ABD ve Almanya Hazine Tahvil Getirileri
(Yüzdeler)



Kaynak: Bloomberg

önemli katkı sağlamaktadır. İktisadi faaliyetin ve finansal piyasalardaki oynaklığın seyri önümüzdeki dönemde finansal istikrar üzerinde etkili olacaktır. TCMB temkinli para politikası duruşunu sürdürürken; döviz likiditesini, çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı desteklemeye yönelik tedbirlerle makrofinansal riskleri azaltmayı amaçlamaktadır.

1.1. Küresel Gelişmeler

Küresel büyüme 2014 yılında ılımlı düzeyde gerçekleşmiş olup iktisadi faaliyetteki toparlanma ülkeler arasında farklılaşmaya devam etmektedir. ABD diğer gelişmiş ülkelere göre daha güçlü büyüme performansı sergilemektedir. Euro Bölgesi'nde toparlanma belirtileri gözlenirse de ekonomik büyüme zayıf seyrini korumaktadır. Küresel büyümenin yüzde 75'ini oluşturan gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı yavaşlamaktadır (Grafik 1.1.1). İmalat sanayi PMI endeksleri gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızındaki yavaşlamanın 2015 yılında da devam edeceğine dair sinyaller vermektedir. Gelişmiş ülkelerin son dönemdeki imalat sanayi PMI verileri ise Euro Bölgesi'nde ekonomik görünümün iyileşebileceğine, ABD'deki ekonomik toparlanmanın bir miktar ivme kaybedebileceğine işaret etmektedir (Grafik 1.1.2).

Enflasyon görünümü gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için belirgin bir şekilde ayrılmaktadır. Başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüş, enflasyonist baskıları azaltmaktadır. Buna ek olarak Euro Bölgesi ve Japonya gibi ülkelerdeki zayıf talebin de etkisiyle gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflerin altında seyretmeye devam etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise yerel para birimlerinde meydana gelen değer kayıpları sonucunda enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir hareket gözlenmektedir (Grafik 1.1.3).

Büyüme ve enflasyon görünümündeki farklılaşma sonucu gelişmiş ülke para politikaları birbirinden ayrılmaktadır. ECB borç alma faizlerini sıfırın altına indirmiş ve 2014 yılı Ekim ayında başladığı varlık alım programını, kamu tahvil alımlarını da dâhil ederek Ocak ayında genişletmiştir. Parasal genişlemenin ve enflasyon beklentilerindeki düşüşün etkisi ile Euro Bölgesi'nde faizlerin hızlı bir düşüş yaşadığı görülmektedir (Grafik 1.1.4). Diğer yandan Fed, ekonomideki iyileşmeye paralel olarak yakın dönemde faiz artırımlarına başlayacağı sinyalini vermektedir. Bu

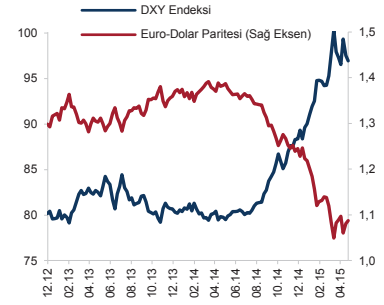
gelişmeler ABD dolarının euro karşısında güçlenmesine sebep olmuştur (Grafik I.1.5). Euro-dolar paritesindeki değişim Euro Bölgesi'nin toparlanması için olumlu karşılansa da kredi arzında henüz belirgin bir iyileşme gözlenmemektedir. Euro Bölgesi'nde bankaların bilançolarındaki tahsili gecikmiş alacaklar oranının yüksek olması kredi piyasasının etkin çalışmasına engel olmaktadır.

Fed'in para politikasına dair etkin bir iletişim stratejisi uygulaması önem arz etmektedir. Enflasyonun düşük seyretmesi ve son dönemde ABD'ye ilişkin verilerin beklentilerin altında kalması, ABD'de para politikasının normalleşme sürecine ilişkin belirsizlikleri artırmaktadır. Bu belirsizlikler FOMC kurul üyelerinin beklentisi ile piyasa beklentileri arasında farklılaşmaya yol açmaktadır. Piyasa katılımcılarının politika faizlerinde, Fed kurul üyelerinden daha yumuşak bir artış beklediği görülmektedir (Grafik I.1.6). ABD'de faiz artırımının piyasa beklentisinden erken ve hızlı gerçekleşmesi küresel finansal sistemde dalgalanmalara sebep olabilecektir.

ABD'nin para politikasında oluşan belirsizlik sonucunda gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri dalgalı bir seyir izlemiştir. Buna bağlı olarak gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kaybettiği ve kur oynaklığının arttığı görülmektedir. Diğer taraftan Mart ayında gerçekleştirilen FOMC kurul toplantısında üyelerin önümüzdeki dönem faiz tahminlerini aşağı yönlü güncellemesi sonucu, gelişmekte olan ülke kurları değer kaybını bir miktar telafi etmiştir. Sermaye çıkışlarının etkisi ile gelişmekte olan ülkelerin CDS primlerinde artış gözlenmektedir (Grafik I.1.7 ve I.1.8). Fed politika faizlerine ilişkin beklentiler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansı ve emtia fiyatları gerek küresel risk iştahı gerekse gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının seyrinde belirleyici rol oynayacaktır.

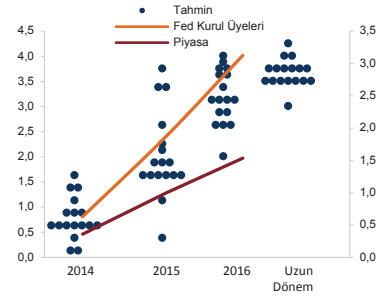
Gelişmiş ülkelerin para politikasındaki ayrışma gelişmekte olan ülkelerin kur duyarlılığını artırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yabancı para birimi cinsinden borçlanmanın kriz öncesi döneme göre çoğunlukla artış kaydettiği dikkat çekmektedir (Grafik I.1.9). ABD dolarının güçlenmesiyle gelişmekte olan ülkelerin borç yükleri artmakta ve buna bağlı olarak özellikle yakın dönemli borç ödemeleri konusunda bazı

Grafik I.1.5
Euro/ABD Dolar Paritesi ve DXY Endeksi



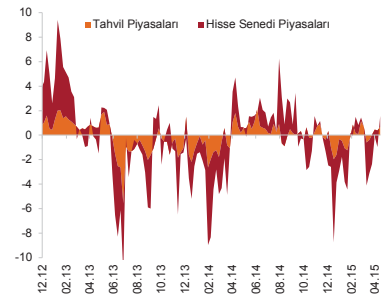
Kaynak: Bloomberg

Grafik I.1.6
Fed Kurul Üyeleri ve Piyasa Beklentileri
(Yıl sonu, Yüzde)



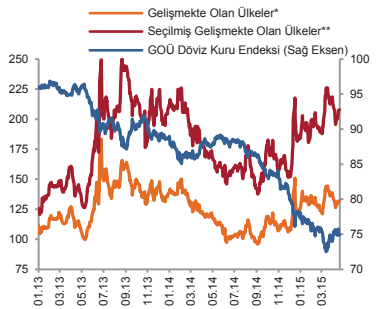
* Piyasa beklentileri için ABD politika faizi vadeli işlemleri kullanılmıştır. Fed Kurul Üyeleri için faiz tahminlerinin medyanı kullanılmıştır.
Kaynak: CME Group, Fed

Grafik I.1.7
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları
(Haftalık, Milyar ABD doları)



Kaynak: EPFR

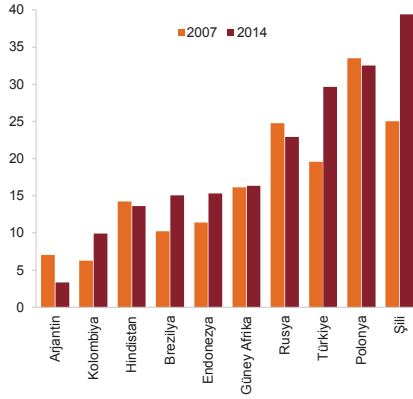
Grafik I.1.8
Gelişmekte Olan Ülkeler için CDS Primleri ve JP Morgan Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: Bloomberg

*Gelişmekte Olan Ülkeler arasında Brezilya, Çek Cum., Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Polonya, Romanya, Türkiye ve Şili yer almaktadır.
**Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve G. Afrika CDS primleri kullanılmıştır.

Grafik 1.1.9
Hanehalkı ve Reel Sektörün YP Borçluluk Oranı
(GSYİH'nin yüzdesi)



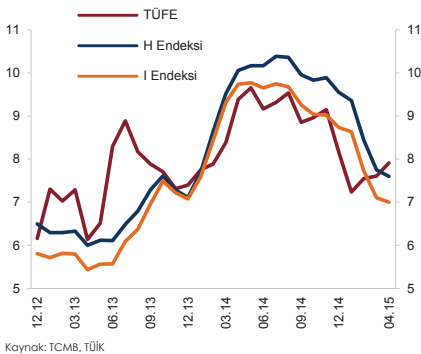
Kaynak: IMF

Grafik 1.2.1
Harcama Yönünden Yıllık Büyüme Katkıları
(Yüzde Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Grafik 1.2.2
Fiyat Endeksleri
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK

endişeler ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, mevcut küresel düşük faiz ortamında dış borç vadelerinin uzatılması ve basiretli borçlanmanın desteklenmesi finansal istikrarı güçlendirecektir.

Küresel ekonomik gelişmeler, gelişmekte olan ülkeler için fırsatlar ve zorluklar barındırmaktadır. Başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüş, emtia ithalatçısı olan gelişmekte olan ülkelerde enflasyondaki yukarı yönlü riskleri bir miktar azaltmaktadır. Ayrıca, söz konusu düşüşün cari açık ve büyüme üzerinde de olumlu etkide bulunacağı değerlendirilmektedir. Ancak, ABD ekonomisinin toparlanması ve alınan önlemler ile Euro Bölgesi'nde toparlanma belirtileri gözlenmesi gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünü olumlu etkileyecektir.

1.2. Yurt İçi Gelişmeler

2014 yılında büyüme bir önceki yıla göre bir miktar yavaşlamıştır. Dış talepteki zayıflamaya rağmen net ihracat büyüme pozitif yönde katkı sağlamıştır (Grafik 1.2.1). 2015 yılı ilk çeyreğinde sanayi üretimi bir miktar ivme kazanmıştır. Bu gelişmede güçlü seyreden taşıt üretimi önemli rol oynamıştır. Tüketici güveni ve yatırım eğilimi ılımlı bir özel kesim iç talebine işaret ederken, öncü göstergeler dış talebin görece olarak zayıf seyretiltiğini göstermektedir. Küresel ekonomide gözlenen zayıf seyir ve jeopolitik gelişmeler ihracat büyümesini sınırlandırarak büyümeyi aşağı çekmektedir. Euro-dolar paritesinde gözlenen aşırı oynaklık da ihracatı olumsuz yönde etkilemektedir. Euro Bölgesi'ndeki toparlanma belirtileri önümüzdeki dönemde dış talebi destekleyebilecek bir faktör olarak değerlendirilmektedir. İktisadi faaliyete dair gelişmelere işgücü piyasası açısından bakıldığında, işsizlik oranının 2014 yılında istihdam artışlarının işgücündeki güçlü artışı karşılamakta yetersiz kalması nedeniyle yükseliş kaydettiği görülmektedir. Son dönemde ise gerek sanayi üretimi gerekse anket verileri istihdam piyasasında ılımlı bir toparlanmaya işaret etmektedir.

Talepteki yavaşlamaya karşın, maliyet yönlü baskılar nedeniyle enflasyondaki düşüş öngörülenden daha sınırlı olmuştur. Uygulanan temkinli para ve maliye politikaları ile alınan makro ihtiyati önlemler çekirdek enflasyon göstergelerini olumlu yönde etkilemektedir (Grafik 1.2.2). Düşük seyreden emtia fiyatları da enflasyon üzerinde iyileştirici rol oynamaktadır.

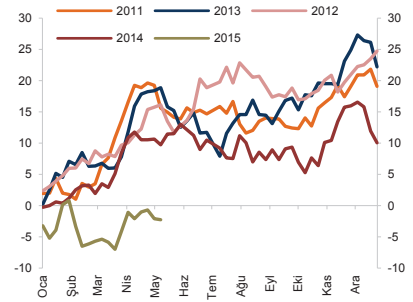
Ancak, gıda fiyat artışlarının yüksek seviyesini koruması ve döviz kuru hareketlerinin yurt içi fiyatlar üzerindeki gecikmeli etkileri enflasyondaki iyileşmeyi sınırlamaktadır. Hava koşullarının arzı destekleyici yönde olması ve Gıda Komitesi'nin çalışmalarına başlaması ile önümüzdeki dönemde gıda enflasyonunda kayda değer bir düzeltme yaşanabileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, gıda fiyatları ve döviz kuru oynaklığı enflasyon görünümünü üzerindeki başlıca risk unsurları olmaya devam etmektedir.

Ülkemize yönelik portföy akımları zayıf seyrederken, risk priminde ve Türk lirasında dalgalanmalar yaşanmaktadır. Fed'in para politikasının normalleşme sürecine dair belirsizliklerle birlikte finans piyasalarında oynaklık yaşanmaktadır. Türk lirası ABD doları karşısında değer kaybetmiş, ancak euro karşısında daha istikrarlı seyretilmiştir (Grafik 1.2.3 ve 1.2.4). Devlet iç borçlanma senetlerinin getirilerinde de kayda değer bir artış gözlenmiştir.

TCMB likidite politikasını sıkı tutmak suretiyle temkinli para politikası duruşunu sürdürmüştür. TCMB, 2015 yılının ilk çeyreğinde faiz oranlarında ölçülü indirimlere giderken, bu süreçte getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle temkinli para politikası duruşuna devam etmiştir (Grafik 1.2.5). Küresel piyasalardaki belirsizlikler ve döviz kuru oynaklıklarının çekirdek enflasyon üzerindeki olumsuz etkileri ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıklar dikkate alındığında, para politikasındaki temkinli yaklaşımın sürdürülmesi gerekmektedir. Buna ilave olarak, TCMB döviz kuru oynaklığında görülen artış nedeniyle döviz likiditesine dair bazı önlemler almıştır. İhracat reeskont kredileri TCMB'nin döviz rezervlerine katkı yapmaya devam ederken, döviz rezervleri aşırı oynaklık dönemlerinde destekleyici bir araç olarak kullanılabilir.

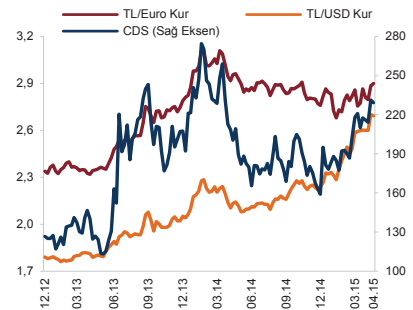
Cari işlemler dengesi iyileşmektedir. Emtia fiyatlarındaki düşüş, Türkiye ekonomisine cari açık, enflasyon ve büyüme açısından olumlu yansımaktadır (Grafik 1.2.6). Temkinli para politikası duruşunun devam etmesi ve uygulanan makroihtiyati tedbirlerin kredi büyüme hızını makul bir seviyede tutması cari dengedeki iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Cari işlemler açığının finansmanı ise büyük ölçüde uzun vadeli kaynaklar yoluyla sağlanmaktadır.

Grafik 1.2.3
Birikimli Portföy Akımları¹⁾
(Milyar ABD Doları)



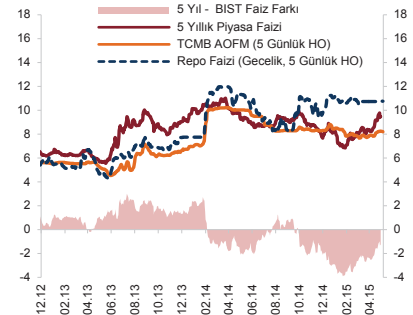
[1] Haftalık net portföy akımlarından hesaplanmaktadır. Repo, DİS ve hisse senedi portföyü ile banka bilanço dışı YP pozisyon verisini içermektedir.
Kaynak: BDDK, TCMB

Grafik 1.2.4
Döviz Kurları ve Türkiye 5 Yıllık CDS Fiyatları



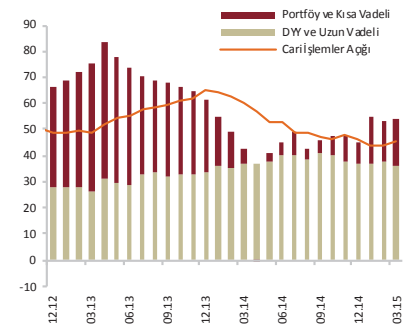
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Grafik 1.2.5
TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri (Yüze)



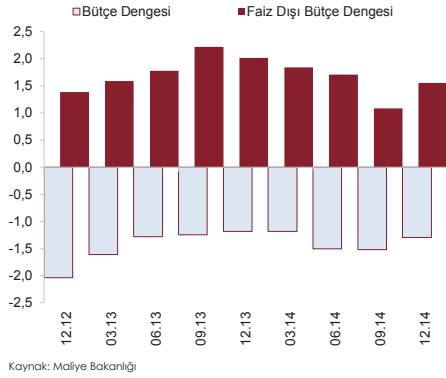
Kaynak: TCMB, BIST

Grafik 1.2.6
Cari Açık ve Finansman Kalemleri
(12 Aylık Birikimli Milyar ABD doları)

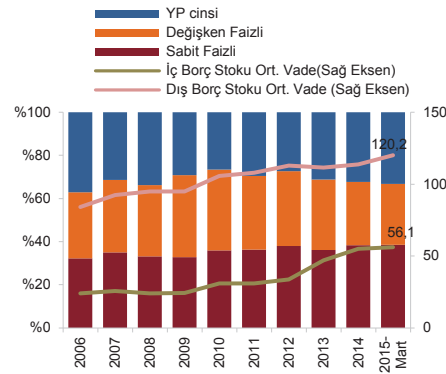


Kaynak: TCMB

Grafik 1.2.7
Merkezi Hükümet Bütçe Dengeleri
(12-Aylık Birikimli, GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)



Grafik 1.2.8
Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu ve Vadeye Kalan Ortalama Süresi⁽¹⁾ (Ay)



Uygulanan mali disiplin hem risk primlerinin hem de enflasyonun düşürülmesine önemli katkı yapmaktadır. Merkezi yönetim bütçe açığı bir miktar artmış olmakla birlikte belirlenen hedefin altında gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.7). Kamu borcunun azalma eğilimi ise devam etmektedir. Borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden, sabit faizli ve uzun vadeli bir yapıda olması finansal istikrarı desteklemektedir (Grafik 1.2.8).

İktisadi faaliyetin seyri ve finansal piyasalardaki oynaklık önümüzdeki dönemde finansal istikrar üzerinde etkili olacaktır. İktisadi faaliyet açısından dış talep zayıf seyrini korurken, iç talep büyümeye ılımlı düzeyde katkı vermektedir. Finansal piyasalardaki oynaklık özel kesim nihai talebinin büyümeye yaptığı katkıyı sınırlayabilecektir. Küresel büyümenin zayıf seyri ise dış talebi olumsuz etkilemektedir. Yakın dönemde Euro Bölgesi'nde gözlenen toparlanma işaretleri dış talebi destekleyici bir gelişme olabilecektir. Küresel piyasalardaki belirsizlikler, risk iştahı ve sermaye akımlarındaki oynaklık ise sürmektedir. TCMB temkinli para politikası duruşunu sürdürürken; döviz likiditesini, çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı desteklemeye yönelik tedbirlerle makrofinansal riskleri azaltmayı amaçlamaktadır. Önümüzdeki dönemde makrofinansal riskler yakından izlenecek ve gerekli görüldüğü takdirde ilave tedbirler alınmaya devam edilecektir.