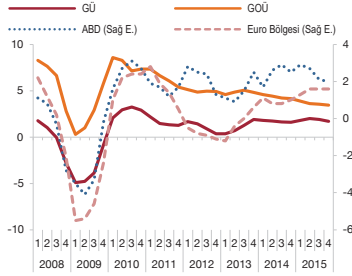


I. Makroekonomik Görünüm

2015 yılında küresel büyüme uzun dönem ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Emtia fiyatlarındaki düşük seyir, küresel enflasyon oranlarında yukarı yönlü baskı oluşmasını engellemektedir. Fed faiz artışlarının beklenenden daha ılımlı ve kademeli olacağı anlaşılmış ve diğer gelişmiş ülke merkez bankaları düşen enflasyona ilave destekleyici para politikaları ile yanıt vermiştir. Finansal piyasalarda oynaklık dalgalı bir seyir izlerken, yılbaşından bu yana gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları artmıştır. Küresel risk iştahında ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında gözlenen artışa rağmen, söz konusu ülkelerin geçmişte olduğu gibi finansal istikrarı artırıcı tedbirler almaya devam etmesi önem arz etmektedir.

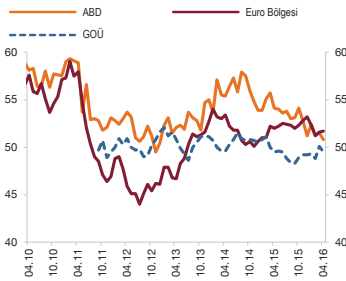
Türkiye ekonomisine bakıldığında ise, 2015 yılında iktisadi faaliyette beklentilerin üzerinde bir büyüme gerçekleşmiş, istihdam artışı devam etmiştir. Bununla beraber, son dönemde temelde gıda fiyatları kaynaklı olmak üzere, döviz kurlarının birikimli etkilerinin azalmasından gelen destekle, enflasyonda düşüş yaşanmıştır. Enerji fiyatlarındaki azalma, Avrupa Birliği ülkeleri kaynaklı talep artışının ihracatımıza olumlu etkileri, ihracatımızın pazar değiştirme esnekliği ve makroihtiyati tedbirler ile temkinli para politikasının katkılarıyla cari işlemler dengesindeki iyileşme sürmektedir. Cari açığın finansmanı ise, ağırlıklı olarak doğrudan sermaye yatırımları ile uzun vadeli kaynaklar tarafından sağlanmaktadır. Ayrıca 2015 yılı boyunca kısa vadeli dış borç stokunda belirgin bir düşüş gerçekleşmiştir. Mali disiplinin sürdürülmesi, hem risk primlerinin hem de enflasyonun düşmesine önemli katkı sağlamaktadır. Küresel risk iştahında görülen yakın dönemdeki artışa paralel olarak gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de risk primleri gerilemiş, Türk lirası değer kazanmış ve faizlerde düşüş meydana gelmiştir.

Grafik 1.1.1
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları¹
(Yüzde, Yıllık)



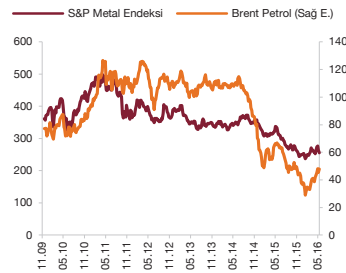
(1) Topulaştırma yapılmış ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 1.1.2
İmalat Sanayi PMI Endeksleri



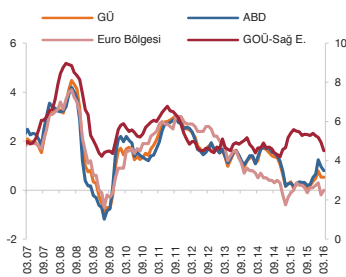
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 04.16)

Grafik 1.1.3
Emtia Fiyatları
(Endeks, ABD doları)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.05.16)

Grafik 1.1.4
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları
(Yüzde, Yıllık)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 03.16)

1.1. Uluslararası Gelişmeler

2015 yılında küresel büyüme, uzun dönem ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkelerde zayıf büyüme görünümü sürerken, gelişmekte olan ülkelerde büyüme hızı ivme kaybetmektedir (Grafik 1.1.1). Euro Bölgesi'nde büyüme hızı yavaş seyrediyor olmakla birlikte ılımlı bir toparlanma sergilemektedir. ABD ise yılın üçüncü çeyreğinden itibaren zayıflayan bir büyüme performansı ortaya koymuştur. Bununla birlikte, 2016 yılına ilişkin öncü göstergeler de yılın ilk çeyreğinde zayıf görünümün sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 1.1.2).

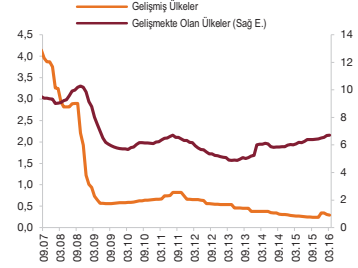
Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğilimi ile emtia fiyatları düşük seviyelerde istikrar kazanmıştır. Artan arz ve zayıflayan talep, emtia fiyatlarında düşüşe sebep olmuştur. Ayrıca petrol ihracatçısı ülkelere arz bağlamında gelen farklı sinyallerin etkisiyle petrol fiyatları düşük seyretmektedir (Grafik 1.1.3). Çin ekonomisine dair endişeler ve petrol arz fazlasının sürmesi önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarının yukarı yönlü hareketini sınırlayabilecektir.

Emtia fiyatlarındaki mevcut hareket, küresel enflasyon oranlarının düşük seyrinde önemli rol oynamayı sürdürmektedir. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarındaki düşük seviye korunmaktadır (Grafik 1.1.4). ABD'de istihdam piyasasındaki toparlanma devam etmekte, buna karşın enerji fiyatları ile enerji dışı ithalat fiyatları enflasyonda yukarı yönlü bir baskının önüne geçmektedir. Euro Bölgesi'nde yıllık manşet enflasyonun Nisan ayında sıfırın altında kalması, deflasyon tehdidinin sürdüğünü göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise düşük emtia fiyatları enflasyonu aşağı yönlü etkilemeye devam etmektedir. Ayrıca, emtia fiyatlarının söz konusu seyri, emtia ihrac eden ülkelerin büyüme görünümüne olumsuz yansırken, emtia ithal eden ülkeler açısından büyüme performansını desteklemektedir.

Fed faiz artışlarının beklenenden daha ılımlı ve kademeli olacağı anlaşılmış ve diğer gelişmiş ülke merkez bankaları düşen enflasyona, ilave destekleyici para politikaları ile yanıt vermiştir. Fed Aralık 2015 tarihli toplantısında, beklentilere paralel bir şekilde, 2009 yılından bu yana ilk kez politika faizini artırmış olsa da, küresel ekonomiye ilişkin endişeler nedeniyle faiz artışlarının kademeli olacağına yönelik sinyaller vermektedir (Grafik I.1.5). Enflasyonun negatif seyretmesi ile Avrupa Merkez Bankası (ECB), Mart ayında genişleyici para politikasında ilave önlemler almıştır. ECB tüm politika faizlerinde indirim gitmiş ve varlık alım tutarını banka dışı finansal kuruluşların ihraç ettiği Euro cinsi tahvilleri de dâhil ederek artırmıştır. Ayrıca ECB yeni uzun vadeli yeniden finansman operasyonlarına başlayacağını duyurmuştur. ECB tarafından Mart ayı toplantısında alınan tedbirlere rağmen, Euro Bölgesi'nde son dönemde açıklanan veriler ekonomik aktivitede toparlanmanın henüz istenilen şekilde gerçekleşmediğine işaret etmektedir. Avrupa'daki kredi piyasası gelişmelerinin, ECB para politikasının etkinliğinde belirleyici olacağı değerlendirilmektedir (Kutu I.1.1). Benzer şekilde, Japonya Merkez Bankası da Ocak ayında negatif faiz uygulamasına geçmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde de para politikası duruşu farklı yönlerde hareket etmiştir. Meksika ve G. Afrika gibi bazı emtia ihracatçısı ülkeler para birimlerindeki değer kaybı ve enflasyondaki değişimler sonucu politika faizlerini artırırken, Hindistan ve Endonezya'da politika faizi düşürülmüştür.

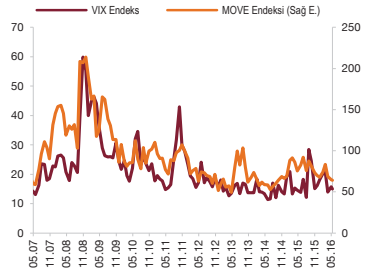
Finansal piyasalardaki oynaklık dalgalı seyretmektedir. Oynaklık göstergeleri, 2015 yıl sonunda ve 2016 yılbaşında artış göstermiştir (Grafik I.1.6). Küresel büyüme beklentilerindeki düşüş, risk iştahındaki azalma ve güvenli limanlara kaçış eğilimi ile ABD ve Almanya'nın uzun vadeli hazine tahvil getirileri düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik I.1.7). Petrol fiyatlarının 40-50 ABD doları/varil bandında dengelenmeye başlamış olması, Fed faiz artışının kademeli ve ılımlı olacağına ilişkin anlaşılması ve merkez bankalarınca alınan destekleyici önlemler ile yakın dönemde küresel oynaklık göstergeleri azalmış, küresel risk iştahında ise bir miktar iyileşme gözlenmiştir.

Grafik I.1.5
Küresel Politika Faizi
(Yüzde)



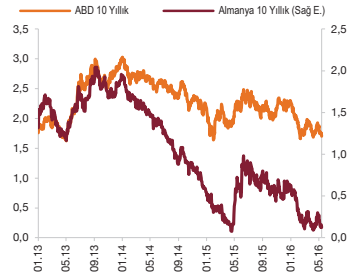
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 03.16)

Grafik I.1.6
Risk İştahı Göstergeleri



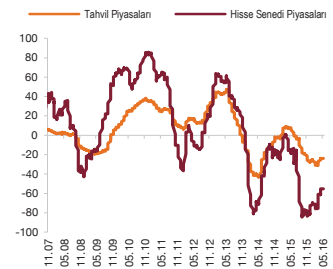
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 03.16)

Grafik I.1.7
ABD ve Almanya 10 Yıllık Tahvil Faizi
(Yüzde)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.05.16)

Grafik I.1.8
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları
(Milyar ABD doları, S2 Hafta Birkimil)



Kaynak: EPFR (Son Veri: 04.05.16)

Grafik 1.1.9

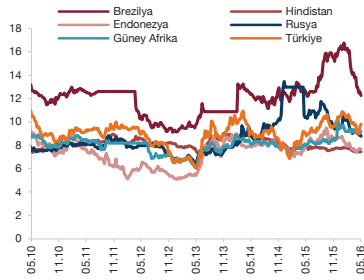
Gelişmekte Olan Ülkelerde CDS ve JP Morgan Döviz Kuru Endeksi



* Gelişmekte olan Ülkeler arasında Brezilya, Çek Cum., Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Şili yer alır.
 ** Gelişmekte olan Ülkeler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve G.Afrika CDS primleri kullanılmamıştır.
 Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.05.16)

Grafik 1.1.10

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



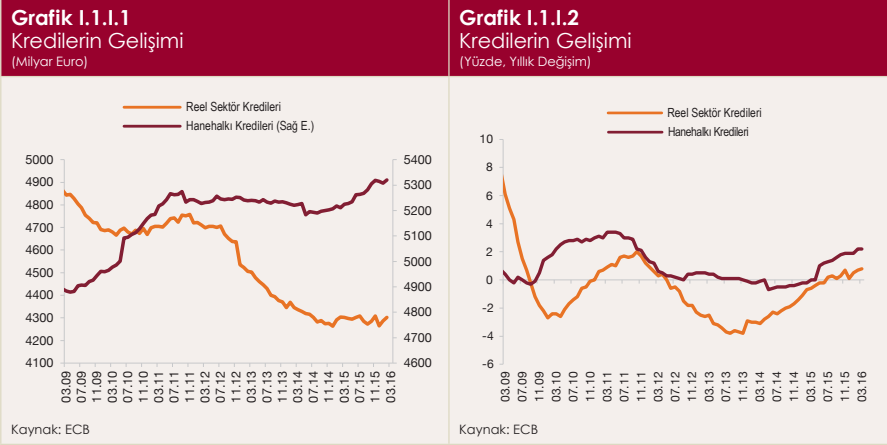
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.05.16)

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları yılbaşından bu yana artış eğilimine girmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin büyümesindeki ivme kaybı ve jeopolitik risklere rağmen, risk iştahındaki toparlanmanın söz konusu eğilimde etkili olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 1.1.8). Artan risk iştahı neticesinde, portföy girişleri hızlanmış ve bu sayede gelişmekte olan ülke kurları önceki dönemlerdeki değer kaybını bir miktar telafi etmiştir (Grafik 1.1.9). Buna bağlı olarak risk primlerinde de iyileşme gözlenmiştir. Kredi ve kur riski primlerindeki bu düzeltme, gelişmekte olan ülkelerin tahvil faizlerine de yansımıştır (Grafik 1.1.10). Küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında gözlenen artışa rağmen, söz konusu ülkelerin geçmişte olduğu gibi finansal istikrarı artırıcı tedbirler almaya devam etmesi önem arz etmektedir.

Kutu
I.1.1

AB'deki Kredi Gelişmeleri ve ECB tarafından Alınan Önlemler

Son küresel finansal krizden bu yana Avrupa Birliği'nde (AB) bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar devam etmektedir. Bu dönemde, bankaların reel ekonomiye kredi sağlama kapasitelerini yeterince artıramadıkları gözlenmiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) verilerine göre, mevsimsellikten arındırılmış reel sektör kredilerinde 2015 yılında üçüncü çeyrekte itibaren bir miktar toparlanma eğilimi görülmektedir. Diğer taraftan hanehalkı kredilerinde son üç çeyrekteki artış eğilimi devam etmektedir (Grafik I.1.1.1 ve Grafik I.1.1.2).



ECB'nin yayımladığı 2016 yılı Nisan ayı kredi eğilim anketine göre, 2016 yılının ilk çeyreğinde bankalar, kredi standartlarında gevşeme yönünde bir eğilim izleyerek kredi artışını desteklemeye çalışmaktadır. Bankalar 2016 yılının ilk çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre, firma kredileri arzını artırmıştır. Bankaların bu süreçte, özellikle KOBİ'lere kıyasla büyük ölçekli firmalara daha fazla kredi arzında bulunma eğiliminde oldukları görülmektedir. Talep tarafında ise firma kredi talebindeki artış, genel olarak 2016 yılı birinci çeyreğinde de devam etmiştir. Bu artış bankaların beklentilerinden daha düşük olsa da ikinci çeyrek itibarıyla firma kredi talebinde daha fazla artışın görülmesi beklenmektedir. AB ülkelerinde 2016 yılının ilk çeyreğinde kredi talebindeki artışa etki eden faktörlerin stok artışı, işletme sermayesi, faizlerin genel seviyesi, birleşme ve satın almalar ile sabit yatırımlar olduğu değerlendirilmektedir. Hanehalkı kredilerinin arz tarafında, bir önceki çeyrekte bankaların standartlarını değiştirmedikleri raporlanmış olmakla birlikte, 2016 yılı birinci çeyrekte bankaların net sıkılaştırma yaptıkları belirtilmektedir. 2016 yılı ikinci çeyreğinde ise, AB genelinde hanehalkı kredi arzında net sıkılaştırma yapılırken, ilk konut alımı için koşulların kolaylaştırılması beklenmektedir. Talep tarafında ise net konut kredi talebinde artış görülmüştür.

Avrupa Bankacılık Otoritesi'nin (EBA) verilerine göre AB ülkelerindeki bankaların ortalama sermaye yeterlilik oranı, 2015 yılının son çeyreğinde 2015 yılının ilk çeyreğine göre artış göstererek yüzde 17,7 seviyesine yükselirken, ana sermaye oranındaki artış eğilimi devam etmektedir. AB ülkelerinde karlılık hala çok düşük seviyelerde seyrederken, aktif kalitesinin sorunlu olduğu görülmektedir. AB ülkelerindeki ortalama özkaynak karlılığı 2015 yılı son çeyrek itibarıyla yüzde 4,7 olarak gerçekleşmiştir. Her ne kadar, 2014 yıl sonu ile karşılaştırıldığında bu rakam yüzde 1,2 oranında iyileşme gösterse de, bir önceki çeyreğe göre hem özkaynak karlılığı hem de aktif karlılığı azalış göstermiştir (Tablo I.1.1.1).

Tablo I.1.1.1

AB Genelindeki Bankaların Ortalama Sermaye, Karlılık ve Takipteki Kredi Oranları (Yüzde)

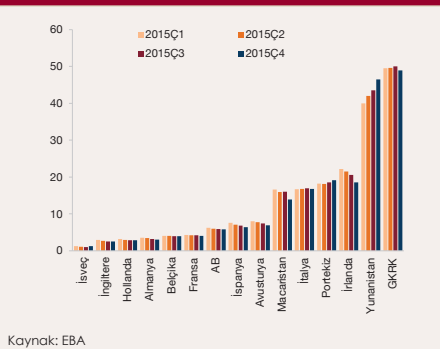
Dönem	SYR	Çekirdek Ana Sermaye Oranı	TGA Oranı	Özel Karşılıklar	Özkaynak Karlılığı	Aktif Karlılığı
2014Ç4	%16,2	%12,5	%6,5	%43,3	%3,5	%0,20
2015Ç1	%16,1	%12,4	%6,2	%42,9	%6,9	%0,40
2015Ç2	%16,7	%12,8	%6,0	%43,6	%6,8	%0,41
2015Ç3	%17,0	%13,0	%5,9	%43,7	%6,4	%0,38
2015Ç4	%17,7	%13,6	%5,8	%43,8	%4,7	%0,29

Kaynak: EBA

AB ülkelerinde görülen önemli bir diğer sorun ise, takipteki alacakların toplam kredilere oranının halen yüksek seyretmesidir. Söz konusu oranın AB ortalaması, 2015 yıl sonu itibarıyla bir önceki çeyreğe göre 10 baz puan iyileşme göstererek yüzde 5,8 olmuştur (Grafik I.1.1.3). Özellikle Hırvatistan, Bulgaristan, Macaristan, İtalya, Portekiz, Romanya, İrlanda, Yunanistan ve Güney Kıbrıs Rum Kesimi en yüksek takipteki alacak oranına sahip ülkeler olup, bu ülkelerde genel olarak bir miktar iyileşme görülmektedir. Bununla birlikte takipteki alacaklar oranı yüzde 3 ile yüzde 8 arasında olan diğer ülkelerde bu oran yükselmiştir. Ülkeler arasındaki farklılaşma halen yüksek seviyelerdedir.

Grafik I.1.1.3

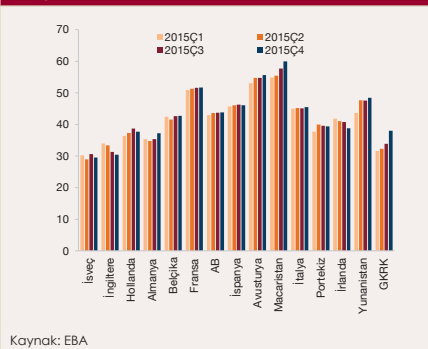
Takipteki Kredilerin Ülkelere Göre Değişimi (Yüzde)



Kaynak: EBA

Grafik I.1.1.4

Özel Karşılıkların Takipteki Kredileri Karşılama Oranı (Yüzde)



Kaynak: EBA

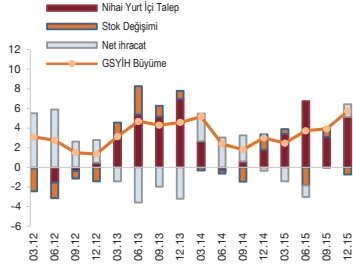
En yüksek takipteki alacaklar oranına sahip olan ülke grubunda yer alan İtalya, yüksek bankacılık varlık hacmine sahip olması nedeniyle riskli grup içerisinde yer alan diğer ülkelerden ayrılmaktadır. İtalya'nın takipteki alacaklar stoku, 2016 yılı Mart ayı itibarıyla 360 milyar Euro'ya ulaşmıştır. Takipteki alacakların toplam kredilere oranı yüzde 18'e yükselmiş olup, bu rakam İtalya'nın GSYİH'sinin altıda birini oluşturmaktadır. Bu durumdan kaynaklanan sorunların çözümü için İtalyan hükümeti 5 milyar Euro'luk fon oluşturarak bazı kreditorleri desteklemeye çalışmaktadır. İtalya bankacılık sektörünün takipteki alacaklarının yüzde 70'inin KOBİ'lerden kaynaklanması ve bu kredilerin teminatlarının da sorunlu olması kaygıları artırmaktadır. Yeni geliştirilmeye çalışılan devlet garantili takipteki alacaklar seküritizasyon planı piyasa tarafından fazla maliyetli bulunmaktadır.

EBA verilerine göre, 2015 yılında takipteki alacak oranı artan beş ülkeden biri olan Macaristan'da (diğerleri İtalya, Yunanistan, Portekiz ve GKRK) takipteki alacaklar sorununu çözmek amacıyla, devlet desteğiyle özel bir şirketin bu alacakları satın alması sağlanmaktadır. Hem İtalya'nın hem de Macaristan'ın bu bilanço temizleme girişimleri, AB Komisyonu tarafından birlik normlarına uygun bulunmaktadır.

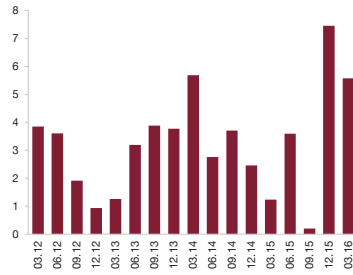
AB'de özel karşılıkların takipteki kredileri karşılama oranı 2015 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre 10 baz puan iyileşme göstererek yüzde 43,8 olarak gerçekleşmesine rağmen, ülkeler arasındaki farklılık devam etmektedir (Grafik I.1.1.4). Özel karşılıkların takipteki kredileri karşılama oranı ortalaması yüzde 55'in üzerinde olan bankalarda bu oran, 2015 yılı son çeyreğinde kayda değer değişim göstermemiş olup, yüzde 40 üzerinde yer alan bankalarda ise bir miktar iyileşme göstermiştir.

AB üyesi ekonomilerdeki düzelme hızının ivme kaybına uğraması nedeniyle ECB'nin kapsamlı bir politika geliştirmek durumunda kaldığı görülmektedir. Faiz oranlarının sıfır seviyesinin altına inmesi, farklı araçları kullanmayı gerektirmiş ve ECB üç yeni araç oluşturmuştur: Hedefe bağlı uzun vadeli yeniden finansman operasyonları (targeted long-term refinancing operations – TLTRO), negatif gecelik mevduat oranı (deposit facility rate - DFR) ve varlık alım programı (asset purchase programme - APP). TLTRO aracı ile hem varlığa dayalı menkul kıymetlerin hem de teminatlı bonoların satın alınarak reel sektöre doğrudan kredi verilmesi ve teminatların kalitesi artırılarak geri ödenemeyen kredilerin azaltılması hedeflenmektedir. Negatif DFR, bankaların fazla likidite biriktirmesini önlemeye çalışarak likiditenin krediye dönmesini sağlamaya ve faiz üzerinde baskı oluşturulmasını önlemeye çalışmaktadır. Bir "portföy yeniden dengeleme kanalı aracı" olarak dizayn edilmiş olan APP'nin, 2017 yılı Mart ayına kadar sürdürülmesi planlanmaktadır. Bu önlemlerin aktarım mekanizması ile borçlanma koşullarını kolaylaştırarak reel sektör finansmanının artmasını sağlaması beklenmektedir. ECB Mart ayındaki toplantısında varlık alım tutarını 60 milyar Euro'dan 80 milyar Euro'ya yükseltmiş olup, banka dışı finansal kuruluşların ihraç ettiği Euro cinsi tahvillerin de satın alınacağını ve uzun vadeli yeniden finansman operasyonlarına başlanacağını duyurmuştur. Ayrıca ECB, tüm politika faiz oranlarında indirime giderek, politika faiz oranını yüzde 0'a, mevduat faiz oranını yüzde -0,40'a, borç verme faiz oranını ise yüzde 0,25'e sabitlemiştir.

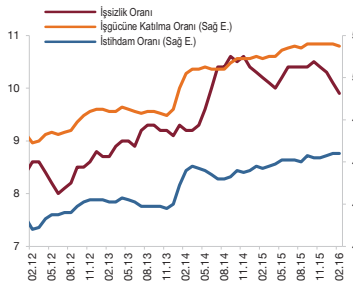
Sonuç olarak, tüm bu önlemlere rağmen, kredi tarafında bir miktar toparlanma görülmekle birlikte, takipteki kredi oranı halen yüksek seyretmekte, özel karşılıkların takipteki kredileri karşılama oranı yeterince yükselmekte ve firma kredileri istenilen ölçüde artış göstermemektedir.

Grafik 1.2.1Harcama Yönünden Büyüme Katkıları
(Yüzde Puan)

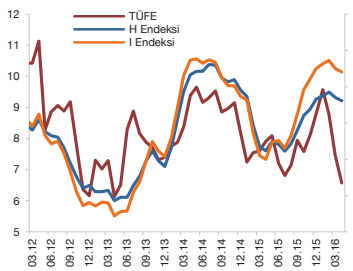
Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 12.15)

Grafik 1.2.2Sanayi Üretim Endeksi
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 03.16)

Grafik 1.2.3İşgücü
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)

Kaynak: TÜİK (Son Veri: 02.16)

Grafik 1.2.4Fiyat Endeksleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 04.16)

1.2. Yurt İçi Gelişmeler

2015 yılında iktisadi faaliyette beklentilerin üzerinde bir büyüme gerçekleşmiştir. Jeopolitik riskler ve küresel ekonomideki yavaşlama nedeniyle dış talepte görülen daralmaya rağmen, iç talebin olumlu katkısı büyümeyi desteklemiştir. Ayrıca, 2015 yılı son çeyreğinde, bir yıllık dönemin ardından net ihracat büyümeye yeniden pozitif katkı sağlamaya başlamıştır (Grafik 1.2.1). Büyümedeki olumlu performansta hem ücret artışları ve petrol fiyatlarının düşük seviyesi nedeniyle gelir kanalının, hem de yurt içi belirsizliklerin azalmasına bağlı olarak güven kanalının etkili olduğu değerlendirilmektedir. 2016 yılı ilk çeyreğinde, sanayi üretiminde 2015 yılı son çeyreğinde gerçekleşen güçlü yükseliş eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.2.2). Dayanısız tüketim ve ara malı üretimi söz konusu artışı desteklemiştir. Bu çerçevede, öncü göstergeler, üretim ve tüketim dinamiklerinin 2016 yılının ilk çeyreğinde de büyümeye olumlu katkıda bulunacağına işaret etmektedir.

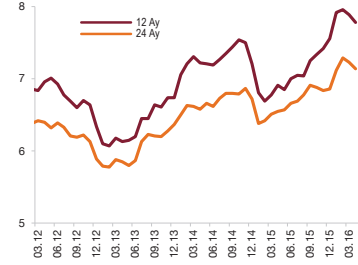
2015 yılında işsizlik oranının artış hızı yavaşlamış ve yıl genelinde yataya yakın seyretmiştir (Grafik 1.2.3). 2015 yılında istihdamda ılımlı bir artış yaşanmış, istihdam artışındaki en büyük pay ise hizmet sektörünün olmuştur. Bununla birlikte işgücüne katılımdaki yavaşlama, işsizlik oranındaki artışı sınırlandırmıştır. 2016 yılına ait ilk verilere göre ılımlı istihdam artışları ve işgücüne katılımdaki yavaşlama sürerken, işsizlik oranında gerileme eğilimi ortaya çıkmıştır. Yılın geri kalanında hizmet ihracatındaki olası bir gerilemeye bağlı olarak istihdam artışlarının sınırlanabileceği değerlendirilmektedir.

Enflasyonda 2015 yılının son çeyreğindeki artışın ardından, son dönemde gıda fiyatları kaynaklı düşüş görülmüştür (Grafik 1.2.4). İşlenmemiş gıda enflasyonu, başta sebze ve kırmızı et fiyatlarının yıllık değişimde azalış sergilemesi olmak üzere, yüksek baz etkisiyle kayda değer oranda azalmıştır. Döviz kurlarının yıllık enflasyon üzerindeki birikimli etkileri azalmaya devam etmektedir. Bu doğrultuda çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu son dönemde bir miktar düşmüş, ana eğilimlerinde görülen iyileşme devam etmiştir. Enflasyona ilişkin beklentiler 2015 yılı son çeyreğinde artmakla birlikte, 2016 yılı Mart ayında bir miktar düşüş gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.5).

Cari işlemler dengesinde iyileşme devam etmektedir (Grafik 1.2.6). Dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler, tüketici kredilerinin ılımlı seyri ve uygulanan makroihtiyati politikalar cari dengedeki iyileşmenin ana nedenleri olarak değerlendirilmektedir. Emtia fiyatlarında süren gerilemeyle enerji maliyetlerindeki düşüş ithalatı azaltırken, Avrupa Birliği ülkelerindeki ılımlı toparlanma eğilimi ve ihracatımızın pazar değişime esnekliğinin yüksek olması ihracatı desteklemiştir. Bunların sonucunda dış ticaret hadlerinin olumlu yönde değişimi devam etmiştir. Dış ticarete gözlenen olumlu gelişmelerin bir sonucu olarak ihracatın ithalatı karşılama oranında özellikle 2015 yılının son çeyreğinden itibaren hızlı bir yükseliş eğilimi görülmektedir (Grafik 1.2.7).

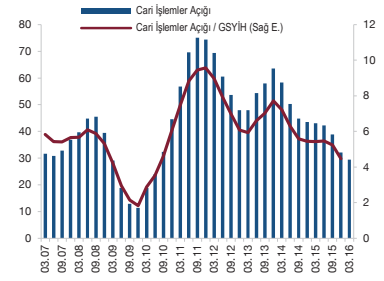
Cari açığın finansmanı, ağırlıklı olarak doğrudan sermaye yatırımları ile uzun vadeli kaynaklar tarafından sağlanmaktadır (Grafik 1.2.8). Doğrudan yatırımlar cari işlemler açığının yaklaşık üçte birini finanse etmektedir. Gerek bankacılık sektörünün gerekse diğer sektörlerin yurt dışı borç çevirme oranları yüzde 100'ün üzerinde seyretmeye devam etmektedir.

Grafik 1.2.5
Enflasyon Beklentisi
(Yüzde)



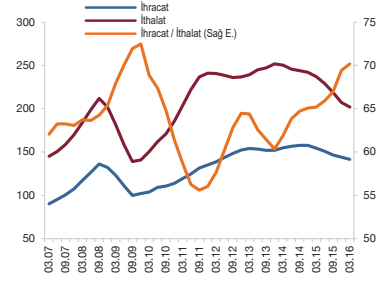
Kaynak: TCMB (Son Veri: 04.16)

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



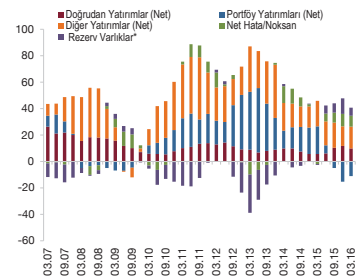
Kaynak: TCMB (Son Veri: 03.16)

Grafik 1.2.7
Dış Ticaret
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD doları, Yüzde)

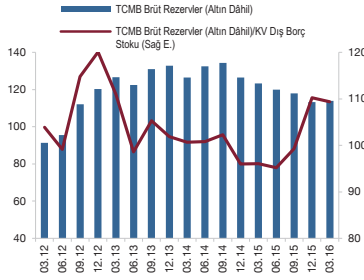


Kaynak: TCMB (Son Veri: 03.16)

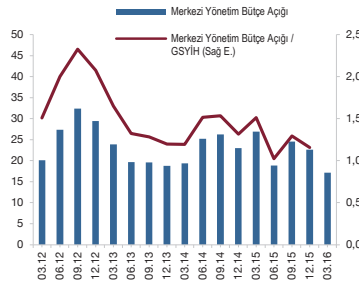
Grafik 1.2.8
Cari Açığın Finansman Kalemleri
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD doları)



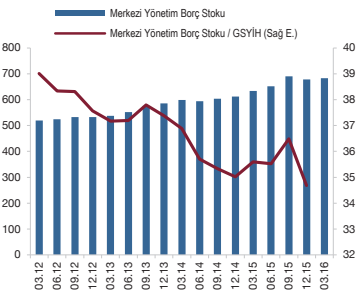
(*) Rezerv varlıklara ilişkin pozitif değerler, rezerv azalışını, negatif değerler rezerv artışını göstermektedir.
Kaynak: TCMB (Son Veri: 03.16)

Grafik 1.2.9Kısa Vadeli Dış Borç Stoku ve TCMB Brüt Rezervleri
(Milyar ABD doları, Yüzde)

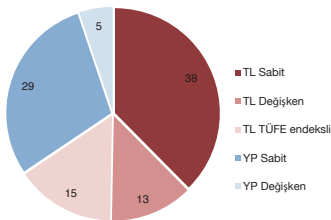
Kaynak: TCMB (Son Veri: 03.16)

Grafik 1.2.10Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi
(12 Aylık Birikimli, Milyar TL, Yüzde)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Son Veri: 03.16)

Grafik 1.2.11Merkezi Yönetim Borç Stok Gelişmeleri
(Milyar TL, Yüzde)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Son Veri: 03.16)

Grafik 1.2.12Merkezi Yönetim Borç Stoku Yapısı
(Yüzde)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Son veri: 03.16)

Kısa vadeli dış borç stokunda belirgin bir düşüş gerçekleşirken, rezervlerin söz konusu borç stokunu karşılama oranı da iyileşme göstermiştir (Grafik 1.2.9). Kısa vadeli dış borç stokundaki azalmanın başlıca nedenlerinin uygulanmakta olan makroihtiyati tedbirler ve cari işlemler dengesindeki iyileşmenin devam etmesine bağlı olarak dış finansman ihtiyacındaki düşüş olduğu değerlendirilmektedir. Bunun sonucunda Merkez Bankası brüt rezervlerinin kısa vadeli dış borç stokuna oranında belirgin bir artış gerçekleşmiştir.

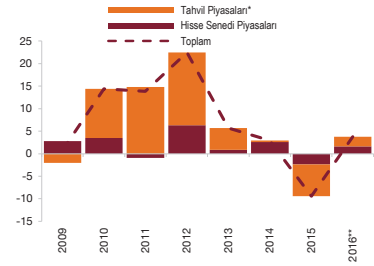
Mali disiplinin sürdürülmesi, hem risk primlerinin hem de enflasyonun düşmesine önemli katkı yapmaktadır. Merkezi yönetim bütçe açığı, 2016 yılı ilk çeyreği itibarıyla önceki çeyrek verilerine kıyasla belirgin bir gerileme kaydetmiştir (Grafik 1.2.10). Kamu borcu ise önceki çeyrek verilerine kıyasla sınırlı miktarda artış kaydetmekle birlikte, borç stokunun GSYİH'ye oranında kademeli olarak düşüş eğilimi devam etmektedir (Grafik 1.2.11). 2016 yılı ilk çeyreğinde, 2015 yılı sonuna göre Merkezi Yönetim faiz dışı fazlasında gerçekleşen artış, Merkezi Yönetim bütçe açığındaki gerilemeye katkı sağlamıştır. Ayrıca 2016 yılı ilk çeyreği sonu itibarıyla borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi iç borç için 4,7 yıl, dış borç için 9,4 yıl ve toplam borç için 6,3 yıl olarak gerçekleşmiştir. Borç stokunun uzun vadeli bu yapısıyla birlikte borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk lirası ve sabit getirili borç senetleri üzerinden olması, kamu finansmanının dış şoklara karşı dayanıklılığını desteklemektedir (Grafik 1.2.12). Mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak her türlü tedbir, makroekonomik istikrarı destekleyecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde seyretmesini sağlayarak, oluşabilecek şoklara karşı ülkemiz finansal sisteminin dayanıklılığını artıracaktır.

Gelişmiş ülke para politikalarında ilave desteklerin süreceği ve normalleşmenin öteleneceği beklentisine bağlı olarak artan risk iştahının etkisiyle, ülkemize yönelik portföy girişleri son dönemde ivme kazanmıştır. Yurt dışı yerleşiklerin net portföy hareketleri incelendiğinde, Şubat ayından bu yana hem hisse senedi hem de tahvil piyasalarında güçlü portföy girişleri gözlenmiştir (Grafik I.2.13). Küresel finansal koşulların son dönemde iyileşmesinin yanı sıra, para politikasında sıkı duruşun sürmesi, büyümenin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi ve diğer makroekonomik göstergelere ilişkin verilerin olumlu seyri portföy girişlerinde etkili olmuştur.

Küresel risk iştahında yakın dönemdeki yükselişe paralel olarak gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de risk primleri gerilemiş, Türk lirası değer kazanmış ve faizlerde düşüş meydana gelmiştir. Sermaye hareketlerinin güçlenmesinin de katkısıyla, Türk lirası ABD doları ve Euro'dan oluşan sepete karşı değer kazanmıştır. Ayrıca, gelişmiş ülke merkez bankalarının uzunca bir süre düşük faiz seviyelerini koruyacağı öngörüsü ile artan küresel risk iştahının bir yansıması olarak, ülkemiz kredi temerrüt takası primleri kayda değer bir azalış sergilemiştir (Grafik I.2.14). Güçlü sermaye akımları sayesinde, finansal varlıklara yönelik talep artmış ve bunun sonucunda 2016 yılı başından itibaren gösterge DİBS faizi düşüş eğilimine girmiştir. Diğer yandan, yataya yakın seyreden 5 yıllık ve 3 aylık faiz farkı ise sıkı para politikası duruşunun devam ettiğini ortaya koymaktadır (Grafik I.2.15).

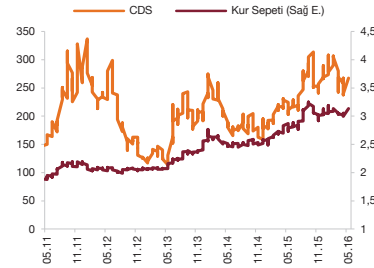
Para politikasında sadeleşme doğrultusunda gecelik borç verme faiz oranlarında Mart, Nisan ve Mayıs aylarında indirimde gidilmiştir. Geniş faiz koridoruna olan ihtiyacın azalmasında, küresel finansal koşulların iyileşmesi ve oynaklıkların azalmasının yanı sıra Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılması önemli rol oynamıştır (Grafik I.2.16).

Grafik I.2.13
Birikimli Portföy Hareketleri
(Yıllık Birikim, Milyar ABD doları)



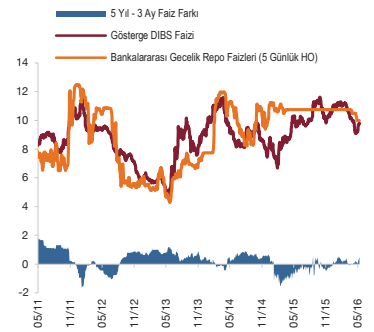
* Tahvil piyasalarında repo işlemleri dahildir
** Yıl başından bu yana birikim
Kaynak:TCMB (Son Veri: 06.05.2016)

Grafik I.2.14
Kur Sepeti ve CDS



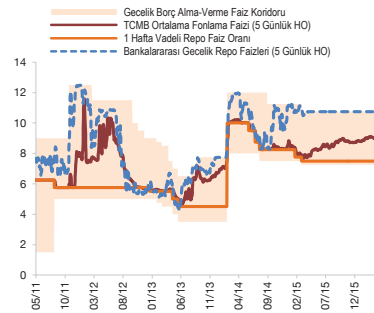
Kaynak: TCMB (Son Veri: 06.05.16)

Grafik I.2.15
Gösterge DİBS Getirisi
(Yüzde)



Kaynak: TCMB (Son Veri: 11.05.16)

Grafik I.2.16
TCMB Faizleri ve BIST Gecelik Faizler
(Yüzde)



Kaynak: TCMB, BİST (Son Veri: 25.05.16)

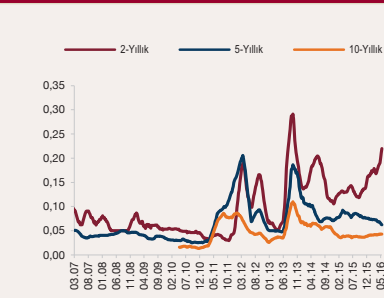
Kutu
1.2.1

DİBS Piyasası Likiditesi

Ekonomik kaynakların üretken amaçlar doğrultusunda etkin biçimde tahsis edilmesi, finansal piyasaların etkili bir şekilde faaliyetlerini sürdürebilmesi ve finansal istikrar ile para politikasının etkinliğinin devamı için kritik öneme sahip olan piyasa likiditesi, küresel finansal kriz sonrasında da düzenleyicilerin ve piyasa katılımcılarının gündemindeki yerini korumaktadır.

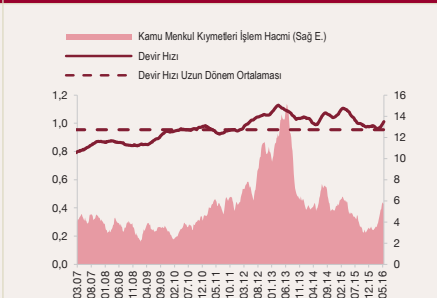
Piyasa likiditesi genel olarak bir varlığın yüksek hacimli işlemlerde bile hızlı bir şekilde, değerinde büyük bir azalma yaşanmadan ve düşük işlem maliyetleri ile satılabilmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, hızlilik, derinlik ve sıklık piyasa likiditesini açıklayan temel kavramlar arasındadır. Ayrıca piyasada bulunan yatırımcı ve ürün çeşitliliği de piyasa likiditesi ile yakından ilişkilidir. Bu kutuda DİBS piyasası likiditesi göstergeleri ele alınmaktadır.

Grafik 1.2.1.1
Gösterge DİBS Alış-Satış Getiri Farkları*
(Yüzde)



*13 Haftalık hareketli ortalama değerleri kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.05.16)

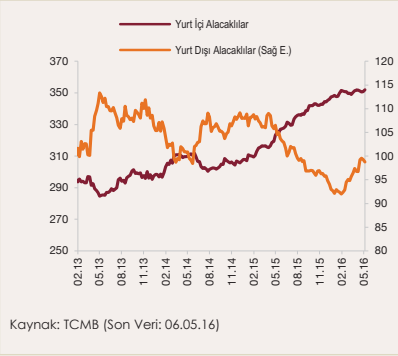
Grafik 1.2.1.2
Borsa Dışı Kamu Menkul Kıymetleri İşlem
Hacmi* ve Devir Hızı** (Oran, Milyar TL)



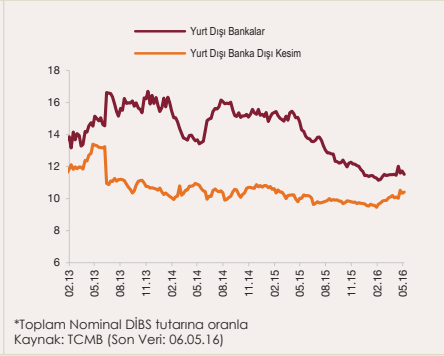
*13 Haftalık hareketli ortalama değerleri kullanılmıştır.
**Kamu menkul kıymetleri işlem hacminin, söz konusu kıymetlerin nominal tutarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. 13 Haftalık hareketli ortalama değerleri kullanılmıştır.
Kaynak: BİST (Son Veri: 13.05.16)

Finansal varlıkların elinde bulunduran piyasa yapımcıları açısından likidite riski primi ve piyasa likiditesi bağlamında sıklık göstergeleri arasında kabul edilen alış-satış getiri farkları incelendiğinde, iki dönem öne çıkmaktadır. 2009 küresel finansal kriz döneminde ülkemiz gösterge kamu tahvilleri alış-satış getiri farkları düşük seyretmiştir (Grafik 1.2.1.1). 2013 yılı Mayıs ayında Fed'in tahvil alımını azaltacağına yönelik sinyallere bağlı olarak alış-satış getiri farkları artışa geçmiştir. Takip eden dönemde ise Fed para politikasında belirsizliğin azalması ve yakın dönemde normalleşme politikasının öteleneyeceği beklentisi ile diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının açıklanan ilave destekleyici politikalar neticesinde söz konusu getiri farkları genel olarak azalış eğilimine girmiştir. Bununla beraber 2 yıllık gösterge DİBS alış-satış getiri farkı, görece düşük işlem hacmi nedeniyle daha duyarlı bir hareket sergileyerek, son dönemde orta ve uzun vadeli gösterge kamu tahvili alış-satış getiri farklarından ayrılmıştır. Derinlik göstergeleri arasında yer alan kamu menkul kıymetleri işlem hacmindeki düşüş sona ermiş ve işlem hacmi yakın dönemde yükselişe geçmiştir (Grafik 1.2.1.2). Diğer bir derinlik göstergesi olarak kullanılan devir hızı ise ivmesini kaybederek uzun dönem ortalamasına yakınsamaktadır.

Grafik 1.2.1.3
DİBS Mülkiyetinin Gelişimi
(Nominal Tutar, Milyar TL)



Grafik 1.2.1.4
Yurt Dışı DİBS Mülkiyetinin Kompozisyonu*
(Nominal Yüzde, Pay)



Yakın dönemde yurt dışı yerleşiklerin DİBS alımı yoluyla portföy girişleri hızlanırken, yurt içi alacaklıların DİBS mülkiyeti ılımlı bir artış sergilemektedir (Grafik 1.2.1.3). Bununla beraber, yurt dışı bankaların DİBS mülkiyeti toplam nominal DİBS tutarına oranla azalırken, yurt dışında yerleşik banka dışı finansal kuruluşların daha fazla DİBS tutma eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 1.2.1.4).