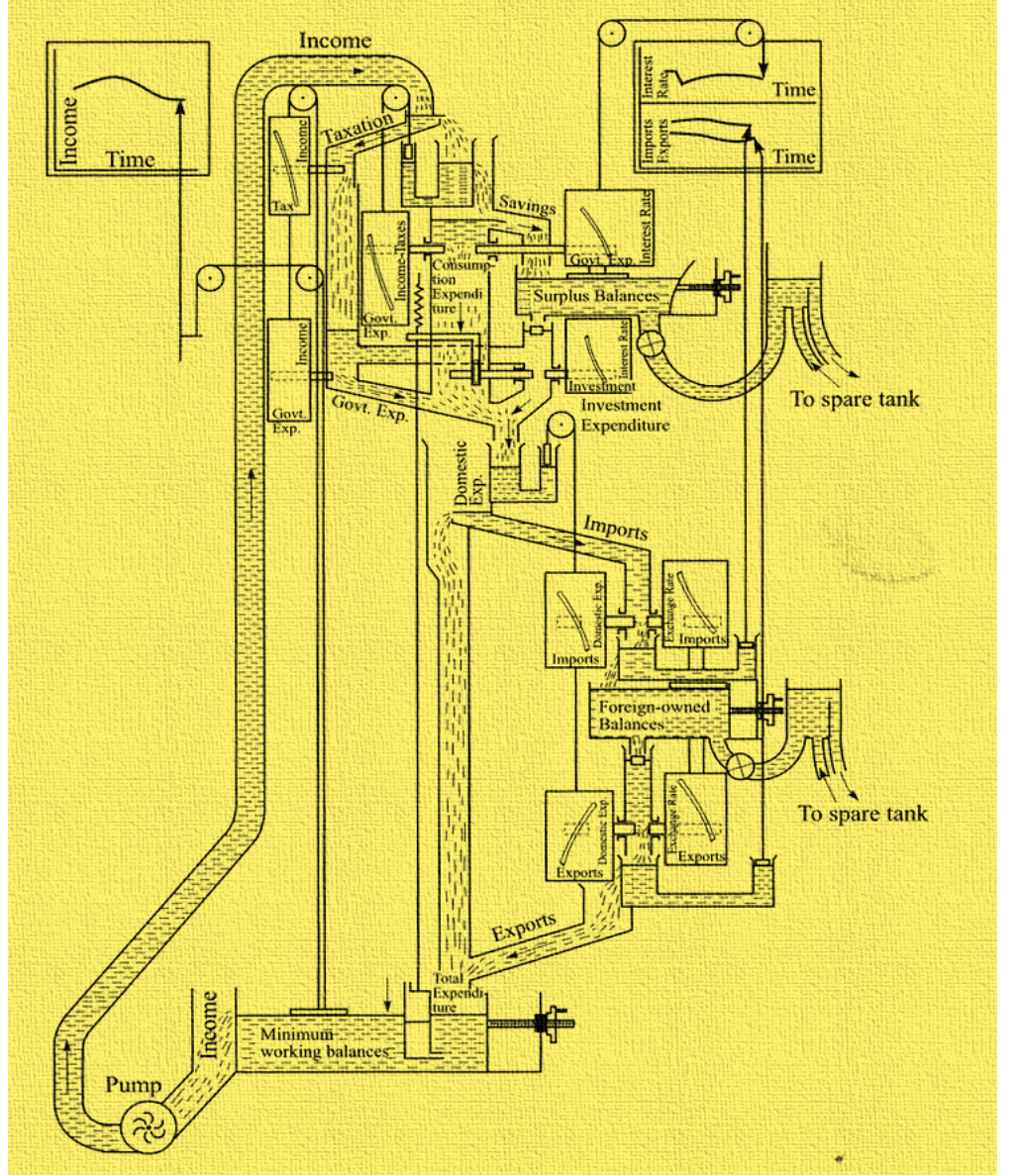


# konjonktür

TUSİAD



0/ MONIAC ((Monetary National Income Analogue Computer) adı verilen analog bilgisayarın şematik gösterimi. Phillips Hydraulic Computer veya Financephalograph olarak da bilinen bilgisayar, 1949 yılında Yeni Zelanda'lı ekonomist William Philips tarafından, Birleşik Krallık'ın ulusal ekonomik süreçlerini modellemek için geliştirilmiştir. (Wikipedia)

2014 I-II

**© 2014, TUSIAD**

*Tüm hakları saklıdır. Bu eserin tamamı ya da bir bölümü,  
4110 sayılı Yasa ile değişik 5846 sayılı FSEK uyarınca,  
kullanılmazdan önce hak sahibinden 52. Maddeye uygun  
yazılı izin alınmadıkça, hiçbir şekil ve yöntemle işlenmek, çoğaltılmak,  
çoğaltılmış nüshaları yayılmak, satılmak,  
kiralananmak, ödünç verilmek, temsil edilmek, sunulmak,  
telli/ telsiz ya da başka teknik, sayısal ve/ veya elektronik  
yöntemlerle iletilmek suretiyle kullanılamaz.*

ISSN: 1300-3860

NetCopyCenter Özel Baskı Çözümleri  
İnönü Cad. Beytölmacı Sok. No:23/A Gümüşsuyu İstanbul  
Tel: (212) 249 40 60

## Dünya Ekonomisi

Satın Alma Yöneticileri Endeksleri'ne (PMI) göre, gelişmiş ekonomiler genelinde, ekonomik görünümdeki iyileşme devam etmektedir. Özellikle, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki iyileşme, bir yıla yakın bir zamandır, kararlı ve güçlü bir seyir izlemektedir.

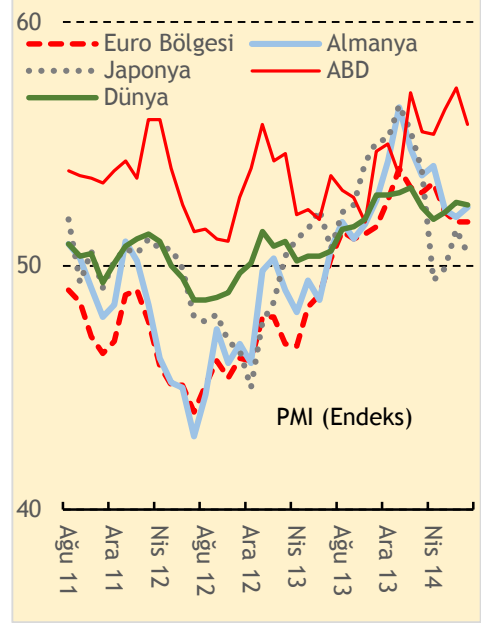
Japonya'da, Şubat ayında başlayan güç kaybı, Nisan ve Mayıs'ta üretimde daralma işaretlerine dönüşse de, Haziran'da yeniden genişleme bölgesine geçmiştir. Diğer yandan, Almanya ve bu kapsamda Euro Bölgesi'ndeki güç kaybı devam etmektedir. ABD cephesinde ekonomik aktivitenin güçlenmesi, Avrupa ve Japonya'daki yetersiz toparlanmayı dengelemekte, böylelikle de, küresel ekonomide, Aralık 2012'den beri süregelen genişleme bölgesindeki yatay seyir, 20 aydır kesintisiz olarak devam etmektedir.

Gelişmiş ekonomilerde, ABD öncülüğünde toparlanma bazı bölgelerde aksamalara rağmen devam ederken, Çin ve Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ekonomiler (GOE) grubunda, 22 Mayıs 2013 Bernanke konuşması sonrası oluşan güç kaybı, 2014 Mart ve Nisan aylarında daralma işaretlerine dönüşmüştür. 2014 Haziran ve Temmuz aylarında, GOE ortalaması ve bu küme içerisinde Çin, genişlemeye işaret etmekte, Türkiye imalat PMI göstergesi ise söz konusu bu aylarda daralma yönünde sinyal vermektedir.

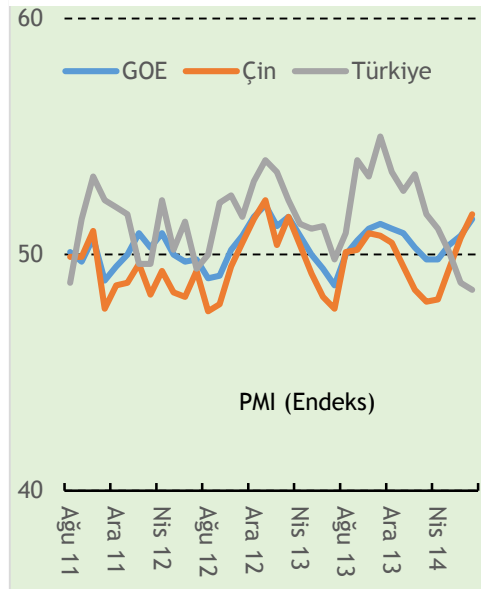
Her ne kadar Avrupa için krizin tamamen geride kaldığını söylemek için yeterli veri bulunmasa da, anlık veri ve habere duyarlı dünya ekonomisinde toparlanmanın giderek güçlendiği ifade edilebilir. Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmanın, ticaret kanalından GOE'leri olumlu yönde etkilemesi beklenirken, finans ve yatırım kanallarının en azından bir süre GOE'ler için riskler taşımaya devam edeceğini dikkate almak gerekmektedir.

Bu nedenle, başta, Fed olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeden sıkılaştırmaya geçiş süreçlerinin, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasında yaratacağı küresel dengelemenin zamanlaması ve yönetimi, giderek daha büyük önem kazanmaktadır.

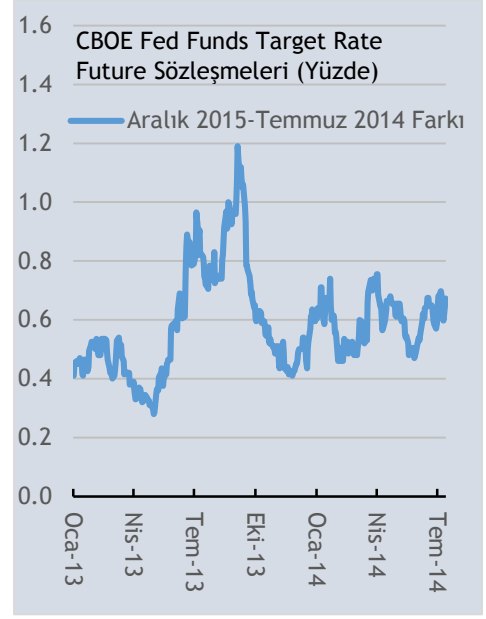
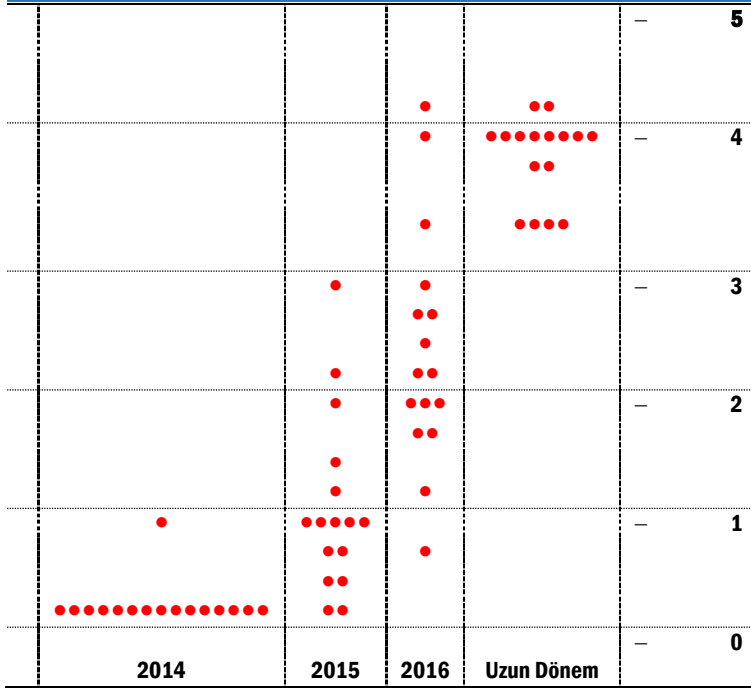
1/ Küresel ekonomik görünümdeki iyileşme ABD öncülüğünde sürmekte, EB ve Japonya ise sorunlu bir seyir izlemekte.



2/ GOE'lerde gelişmiş ekonomilerle birlikte canlanma işaretleri gözlenirken, Haziran ve Temmuz 2014'te Türkiye'deki daralma sinyali dikkat çekicidir.



3/ FED FOMC Üyelerinin 15'i 2014'te faiz artışı öngörmezken, sadece 1 üye ufak bir artışı (75 baz puan) uygun bulmakta.



4/ CBOE future sözleşmelerine göre, Aralık 2015'te Fed Fonları Hedef Faiz Oranı'nda 60 baz puana yakın bir artış bekleniyor. Artış beklentisi eğilimi ılımlı biçimde güçlenmekte.

Fed'in varlık alımlarını azaltma süreci devam ederken, tapering olarak adlandırılan bu sürecin Ekim 2014'te tamamlanması yüksek bir olasılık olarak gözükmemektedir. Temmuz ayında yayımlanan Federal Open Market Committee (FOMC) Haziran ayı toplantı tutanakları, FOMC üyeleri arasında, 2014 yılı içinde bir faiz arttırımı yönünde uzlaşmanın uzak olduğunu ortaya koymaktadır. FOMC üyelerinden sadece biri, 2014 yılında, Fed fonları hedef faiz oranında 75 baz puanlık arttırımı uygun bulurken, 15 üye 2014'te mevcut oranların korunmasını önermektedir. Üyeler 2015 yılı için ağırlıklı olarak yüzde 1 etrafında kalmayı uygun bulurken, 2016 için öneriler %2 etrafında yoğunlaşmaktadır.

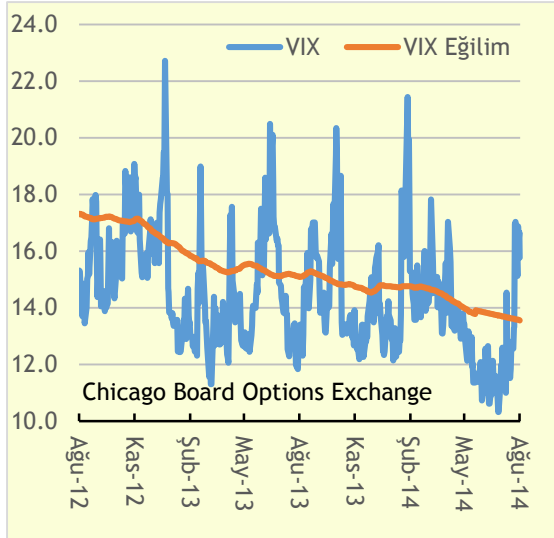
FOMC üyelerinin bu eğilimi, son aylarda ABD futures piyasalarında da benzer bir senaryo ile fiyatlanmaktadır. 22 Mayıs Bernanke açıklamasının ardından, CBOE Fed fonları hedef faiz oranı future sözleşmelerinde, Aralık 2015 ve Temmuz 2014 anlaşmaları arasındaki fark 90 baz puana kadar yükselmiş, 2014 yılı ilk altı ayda ise, 60 baz puan etrafında bir banda oturmuştur. Buna göre piyasanın da, Aralık 2015 kadar olan sürede, Fed hedef faiz oranını yüzde 1 civarında fiyatladığı söylenebilir.

Ancak, Ekim 2014'e doğru, Fed tahvil alım programını sıfırlarken, Amerikan Hazinesi'nin, bütçe açığı ile orantılı şekilde yıllık 400 milyar dolara yaklaşan kağıt ihraçlarına devam etmesinin, piyasa tarafında parasal sıkılaştırma olarak algılanması riski bulunmaktadır. Bu anlamda, Fed 2015'ten önce faiz artırımına gitmediği halde, 2014 yılı sonbaharında piyasalarda faizlerin artması mümkündür.

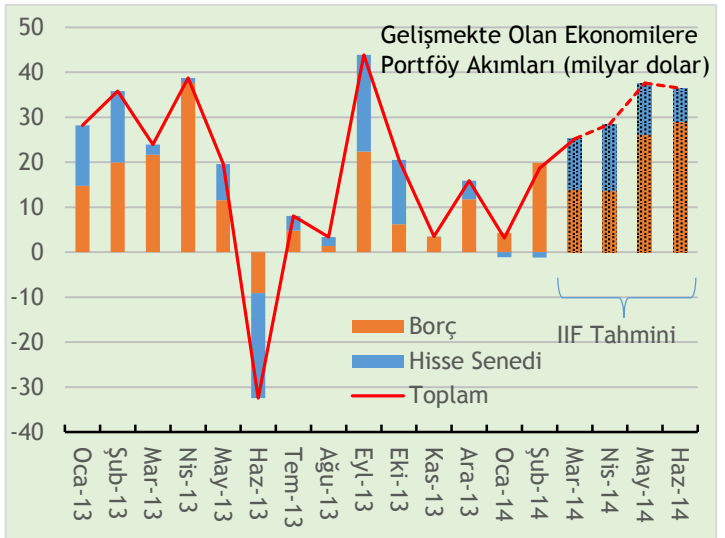
GOE'ler için, küresel likiditeye Fed'in katkısının azalması kadar önemli diğer bir risk ise, küresel risk algısının kötüleşmesi ve risk iştahının azalmasıdır. 2013 Mayıs ayı sonrası, GOE'ler kapsamında, ani duruş ve sermaye hareketlerinde tersine dönüş tablosuna yol açan, küresel risk algısındaki bozulma, başta GOE'ler olmak üzere, küresel ekonomi üzerinde oldukça olumsuz etkilere neden olmuştur.



## Dünya Ekonomisi



5/ Uzun süredir 20 değerinin altında seyreden, riskten kaçınma göstergesi (VIX), Şubat 2014'ten sonra hızla 12 seviyesinin altına kadar inmiştir. Bu gelişme, özellikle dünya genelinde riskli varlıklara olan ilgi ve borsa rekorlarıyla uyumludur. Ancak, Ağustos 2014 başındaki sıçrama takip edilmelidir.



6/ IIF verilerine göre, 22 Mayıs 2013 Bernanke konuşması sonrasında gelişmekte olan ekonomilere yönelik portföy akımları durmuş ve Haziran 2013'te çıkışlar gerçekleşmiştir. IIF, 2014 yılı Şubat ayından başlayarak portföy girişlerinin güçlendiğini tahmin etmektedir.

Küresel risk algısı açısından sıklıkla kullanılan bir gösterge olan Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX), uzun süredir, riskten kaçınma çabasında azalmaya işaret ettiği düşünülen 20 değerinin altında hareket etmektedir. 2012 yılı Aralık ayında ABD mali uçurum, 2013 Mayıs ayı Fed açıklaması gibi olaylar dışında, 20'nin üzerine çıkmayan endeks, 2014 yılının ilk aylarındaki hızlı yükselişler dikkate alındığında bile düşüş eğilimini devam ettirmektedir. S&P 500 kapsamında, risklerden kaçınma için kullanılan opsiyonların fiyatlarından elde edilen endeksin 10 seviyelerine yaklaşması, başka göstergelerin ortaya koyduğu küresel getiri arayışı ve risk iştahı eğilimlerini oldukça güçlü bir şekilde desteklemektedir. Ancak, küresel piyasalarda, jeo-politik risklerin ekonomik etkilerine ilişkin kaygıların artması ve özellikle ABD hisse senedi piyasalarında düzeltme ihtiyacı korkusu, Ağustos 2014 başında, takip edilmesi gereken bir sıçramaya neden olmuştur.

Küresel sermaye akımlarına ilişkin olarak, the Institute for International Finance (IIF) tarafından yayımlanan veriler, 2013 Mayıs ayındaki ani duruş sonrasında, gelişen ekonomilere yönelik portföy akımlarının, Şubat 2014'e kadar zayıf seyrettiğini ortaya koymaktadır. VIX verileri ve IIF tahminleri dikkate alındığında, gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye girişlerinin, artan risk iştahıyla birlikte, Şubat 2014'ten başlayarak güçlendiği gözlenmektedir.

2013 yılının ikinci yarısında "kırılgan ekonomi sıralamaları"nın yapıldığı küresel piyasalarda, 2014 yılının ilk aylarında, riskli varlıklara olan iştahın artması neticesinde, kırılganlıklar unutulmaya başlanmıştır. Getiri arayışı, artan risk iştahı ve küresel likidite, kredi derecelendirme açısından "çöp" sayılacak varlıklara olan talebi bile artırmış, riskler anlamında büyük farklılıklara sahip ülkelerin getirileri giderek birbirlerine yaklaşmaya başlamış ve tahvil piyasalarına erişemeyen herhangi bir ülke neredeyse kalmamıştır. Dünya genelinde birçok borsada rekorlar kırılan bu dönemde, küresel ölçekte, en büyük endişelerin başında, varlık fiyatlarında köpük oluşması ve biriken düzeltme ihtiyacının kısa bir sürede bu köpüğü söndürmesi ihtimali gelmektedir. Türkiye ekonomisi açısından kısa dönemde destekleyici görünen dış konjonktür, yerel ekonomide kırılganlıkları arttırması ve özellikle risklerin fiyatlamasına ilişkin davranışları bozması anlamında orta-uzun vadede önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Bu nedenle, politika yapıcılarının, küresel ekonomiye yayılan risk iştahı ve coşkudan etkilenmeden, etkili talep yönetimi ve makro istikrar için gerekli mali ve parasal tamponları tesis etmeleri belirgin bir politika önceliğidir.

| Milyon ABD Doları                   | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014-01 | 2014-02 | 2014-03 | 2014-04 | 2014-05 |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Finansman İhtiyacı                  | 92,074  | 117,666 | 93,180  | 111,734 | 8,999   | 6,653   | 6,670   | 7,129   | 6,495   |
| Cari Açık                           | 45,447  | 75,092  | 48,497  | 65,065  | 4,983   | 3,301   | 3,300   | 4,821   | 3,434   |
| Borç Servisi(orta-uzun vad.-top.)   | 46,627  | 42,574  | 44,683  | 46,669  | 4,016   | 3,352   | 3,370   | 2,308   | 3,061   |
| Kamu                                | 8,440   | 9,384   | 9,402   | 7,324   | 2,068   | 1,532   | 332     | 529     | 464     |
| Banka                               | 6,746   | 6,928   | 9,375   | 9,096   | 260     | 691     | 953     | 409     | 1,068   |
| Banka Dışı                          | 31,441  | 26,262  | 25,906  | 30,249  | 1,688   | 1,129   | 2,085   | 1,370   | 1,529   |
| Finansman Kaynağı                   | 92,074  | 117,666 | 93,180  | 111,734 | 8,999   | 6,653   | 6,670   | 7,129   | 6,495   |
| Doğrudan Yatırımlar (net)           | 7,572   | 13,698  | 9,150   | 9,805   | 959     | 1,237   | 967     | 670     | -13     |
| Portföy (özel sektör; net)          | 1,296   | 4,660   | 19,131  | 14,937  | 427     | -574    | 664     | 2,321   | 1,042   |
| Borçlanma(orta-uzun vad.-top.)      | 55,720  | 65,357  | 64,849  | 60,128  | 4,748   | 2,946   | 1,950   | 6,005   | 3,256   |
| Kamu                                | 24,236  | 23,831  | 26,401  | 12,648  | 1,457   | 285     | -1,622  | 2,005   | 387     |
| Banka                               | 7,211   | 11,972  | 9,126   | 18,870  | 887     | 1,269   | 1,414   | 1,067   | 1,189   |
| Banka Dışı                          | 24,273  | 29,554  | 29,322  | 28,610  | 2,404   | 1,392   | 2,158   | 2,933   | 1,680   |
| Kısa vadeli (net)                   | 15,424  | 11,853  | 8,347   | 18,810  | -2,470  | 32      | 10      | -225    | 3,296   |
| Bankaların Döviz Varlıkları (net)   | 23,517  | 10,877  | 11,510  | 15,580  | -2,766  | 2,662   | 18      | 1,968   | -105    |
| Net Hata Noksan                     | 1,405   | 9,433   | 1,059   | 2,477   | 2,317   | 1,967   | 2,364   | -888    | 948     |
| Rezerv Var. ('-' = rezerv birik.)   | -12,809 | 1,813   | -20,814 | -9,911  | 5,800   | -1,616  | 696     | -2,722  | -1,929  |
| Kamu Kesimi Borç Çev. Oranı (%)     | 287.2   | 254.0   | 280.8   | 172.7   | 162.7   | 124.6   | 80.9    | 31.4    | 52.8    |
| Bankacılık Kesimi Borç Çev. Or. (%) | 106.9   | 172.8   | 97.3    | 207.5   | 257.1   | 262.7   | 265.3   | 271.7   | 243.1   |
| Banka Dışı Kesim Borç Çev. Or. (%)  | 77.2    | 112.5   | 113.2   | 94.6    | 90.7    | 90.7    | 95.0    | 97.6    | 108.5   |

7/ 2013 yılının ikinci yarısında, dış finansman ihtiyacı, portföy ve kamu orta-uzun vadeli borçlanma kanallarındaki daralma nedeniyle, kısa vadeli borçlanma, bankaların döviz varlıkları, net hata noksan kalemindeki artışlar ve rezerv kullanımıyla karşılanabilmektedir. 2014 yılının Şubat ayından itibaren banka ve banka dışı kesim orta-uzun vade borçlanmaları artmaya başlamış, Nisan ayından itibaren ise portföy yatırımlarında toparlanma gözlenmiştir.

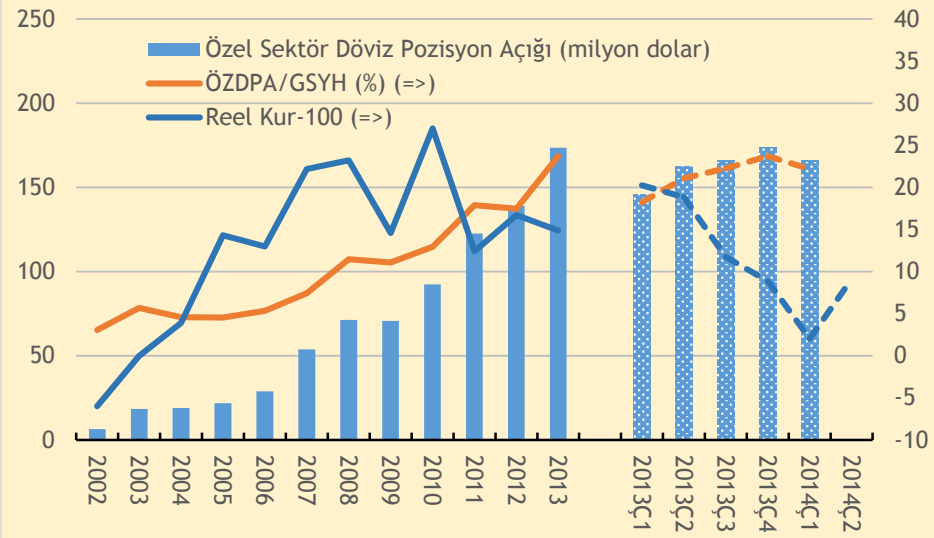
Fed'in tapering sürecine ilişkin ilk işaretlerin geldiği 22 Mayıs 2013 Bernanke konuşması sonrası, gelişmekte olan ekonomileri etkileyen türbülansın Türkiye üzerinde önemli etkileri olmuştur. Konuşma öncesi, 2013 Nisan ayında, son iki yılın tepe noktalarında olan brüt rezervler ve TCMB net rezervleri, azalan küresel risk iştahıyla hızla gerilemiştir. Bu süreçte, Nisan 2013 -Nisan 2014 döneminde brüt rezervlerde 4 milyar doları aşan azalma gerçekleşirken, TCMB net dış varlıklarındaki azalma 14 milyar dolara yaklaşmıştır. Şubat 2014 döneminden başlayarak her iki kaleminde de önemli ölçüde toparlanma gözlenmekle beraber, Mayıs 2014 itibarıyla, Nisan 2013 seviyelerine henüz ulaşamamıştır.

Ödemeler dengesi istatistiklerinin ve rezerv verilerinin ortaya koyduğu üzere, 2013 yılının ikinci yarısında, dış finansman ihtiyacının altında seyreden finansman kaynakları, yılın sonuna doğru toparlanma eğilimine girmiş, ancak 2013 Aralık ayında ülke riskindeki artışla, hızlı bir bozulma göstermiştir. Türkiye ülke riski algısındaki bozulma nedeniyle, 2014 yılı Ocak ayında, toplam dış finansman kaynağı, ihtiyacın yaklaşık 8.1 milyar dolar altında kalmış ve bu farkın 5.8 milyar doları rezerv kullanımı yoluyla, 2.3 milyar doları ise net hata ve noksan kaleminin pozitif katkısıyla karşılanabilmektedir.

28 Ocak 2014 tarihindeki TCMB Para Piyasası Kurulu Toplantısı'nda alınan faiz artırımı kararlarının ardından, 2014 yılının Şubat ayında küresel ölçekte risk iştahının artmasının da etkisiyle, banka ve banka dışı kesim orta-uzun vade borçlanma kanalı toparlanma göstermiştir. Nisan 2014'te portföy yatırımlarının da artış eğilimine girmesi neticesinde, yeniden dış finansman ihtiyacının üzerinde kaynak temini eğilimi oluşmuş, böylelikle Nisan ve Mayıs aylarında rezerv birikimi sağlanmıştır. Dış koşulların olumsuz olduğu dönemde, bankacılık kesimi orta ve uzun vadeli borç servislerinden daha yüksek miktarlarda borçlanarak dış finansmana katkıda bulunurken, yılın ilk iki ayında kamu kesimi de benzer bir borçlanma davranışı göstermiştir. Kamu kesiminin, küresel risk iştahı

## Dış Denge

8/ 2013 yılının ikinci yarısında, küresel koşullar banka dışı özel kesimin orta-uzun vadede borçlanma olanağını kısıtlamıştır. Böylelikle, 2011 yılı son çeyrekte sonra, ilk defa 2014 yılı birinci çeyrekte, banka dışı özel sektör döviz pozisyon açığında gerileme kaydedilmiştir. Reel kurdaki değer kaybı ise, 2014 birinci çeyrekte durmuştur.



ve ülke risk görünümü açısından sorunlu bu dönemde, orta ve uzun vadede dış borçlanmaya yönelmiş olması, iç borçlanma koşullarında sıkılaşma, özel sektörü dışlayıcı etkiden kaçınma ve rezerv kullanımını dengeleme çabası gibi nedenlerle ilişkilendirilebilir. Bu çerçevede, bankacılık kesiminin, zorlaşan dış finansman koşullarında, sahip olduğu dayanıklılık ve küresel rekabet gücüyle, ekonominin dış kaynak temini sürecine etkili biçimde katkıda bulunduğu, kamunun ise dış finansman konusunda önemli bir politika alanına sahip olduğu söylenebilir.

Kamu kesimi ve bankacılık kesiminden farklı şekilde, banka dışı özel kesimin orta-uzun vade borç çevirme oranı, 2013 Nisan'dan 2014 Şubat'a kadar, yüzde 118'lerden, yüzde 91'lere gerilemiştir. Mart 2014 sonrası, küresel risk iştahında artış ve Türkiye ülke risk görünümünde iyileşme, orta ve uzun vadeli borçlarda, banka dışı özel kesim için, borç ödemelerinin üzerinde borçlanma eğilimini yeniden mümkün kılmıştır.

2013 yılının ikinci yarısında, orta ve uzun vadede yeni borç yaratma olanağı kısıtlanan banka dışı özel kesim, bu kısıt nedeniyle, 2011 yılının son çeyreğinden beri ilk defa 2014 yılının birinci çeyreğinde, döviz pozisyon açığında gerileme kaydetmiş ve bu çeyrekte pozisyon açığı 166 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Özel sektör döviz açık pozisyonun GSYH'ya oranı ise benzer eğilimle, yılın ilk çeyreğinde yüzde 22,2'ye gerilemiştir.

Büyümenin finansmanı için kritik bir faktör olan dış finansmanda, 22 Mayıs 2013'ten 8 Nisan 2014'e kadar devam eden sıkıntılı dönemde Türk Lirası, sepet döviz kura karşı nominal olarak yüzde 15'in üzerinde değer kaybetmiştir. Bu karşılaştırma, Mayıs 2013 ve Mart 2014 ortalama kurları üzerinden yapıldığında nominal değer kaybı yüzde 20 seviyelerine çıkmaktadır. Daha doğru kapsam ve ağırlıklandırma yapısına sahip olan reel kur endeksi ise, bu aylar arasındaki dönemde Türk Lirası'nın, reel olarak, yüzde 15 oranında değer kaybettiğini göstermektedir. Küresel koşulların ve Türkiye risk görünümünün Mart 2014 sonrası dış finansman olanaklarını güçlendirecek şekilde iyileşmesi, 2014 ikinci çeyrekte reel kur endeksinin 109.1 seviyesine yükselmesini sağlamıştır. 2014 yılı ikinci yarıda, küresel koşulların dış finansman olanaklarını mevcut koşullarda korunmasına olanak vermesi ve Türkiye'de siyasi belirsizliklerin azalması halinde, reel kur endeksinin yeniden 120 seviyelerine doğru yükselmesi mümkündür.

9/ TCMB Para Politikası Kurulu, 28 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirdiği ara toplantıda, operasyonel çerçeveyi sadeleştirerek, Merkez Bankası fonlamasının temel olarak marjinal fonlama oranı yerine bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanmasına ve bu politika faiz oranının “önden yüklemeli” biçimde yüzde 4,5’ten yüzde 10’a yükseltilmesine karar vermiştir.

| Toplantı Tarihi          | Bir Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı (%) | Gecelik Borçlanma Faiz Oranı (%) | Gecelik Borç Verme Faiz Oranı (%) | Diğer Kararlar   |
|--------------------------|--|----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 21.Oca.14                | 4,5 (Sabit)                                | 3,5 (Sabit)                      | 7,75 (Sabit)                      | Enflasyon görünümünü orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirmek amacıyla, ek parasal sıkılaştırma uygulaması gerekli görülen günlerde, bankalararası piyasadaki faizlerin yüzde 7,75 (marjinal fonlama oranı) yerine yüzde 9 civarında oluşmasının sağlanması                     |
| 28.Oca.14 (Ara Toplantı) | 10 (550 bp)                                | 8 (450 bp)                       | 12 (425 bp)                       | Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranının yüzde 6,75’ten yüzde 11,5’e ve geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde, borç verme faiz oranının yüzde 10,25 düzeyinden yüzde 15’e yükseltilmesi |
| 18.Şub.14                | 10 (Sabit)                                 | 8 (Sabit)                        | 12 (Sabit)                        |  |
| 18.Mar.14                | 10 (Sabit)                                 | 8 (Sabit)                        | 12 (Sabit)                        |  |
| 24.Nis.14                | 10 (Sabit)                                 | 8 (Sabit)                        | 12 (Sabit)                        | Geç likidite borç verme faiz oranının %15’den %13,5’e indirilmesi  |
| 22.May.14                | 9,5 (50 bp)                                | 8 (Sabit)                        | 12 (Sabit)                        |  |
| 24.Haz.14                | 8,75 (75 bp)                               | 8 (Sabit)                        | 12 (Sabit)                        |  |
| 17.Tem.14                | 8,25 (50 bp)                               | 7,5 (50 bp)                      | 12 (Sabit)                        |  |

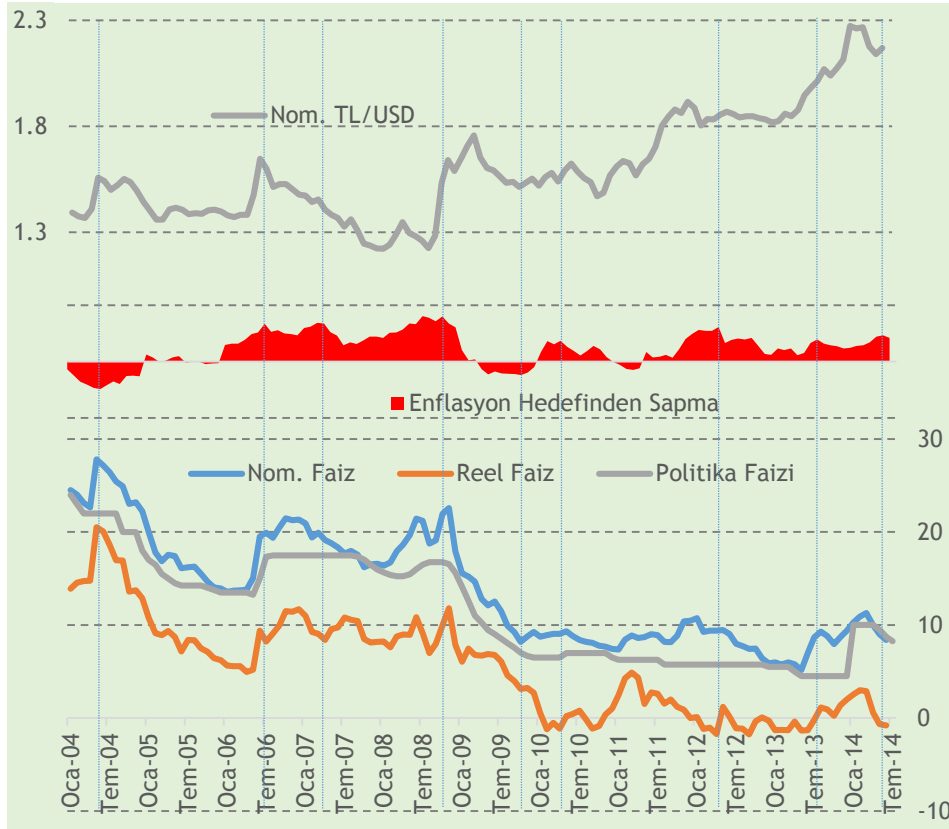
"Fed'in miktarsal genişleme programından çıkış sinyali olarak algılanan 22 Mayıs 2013 sonrasında, küresel risk algısı ve iştahındaki bozulma neticesinde, Türk Lirası diğer gelişmekte olan ekonomilerin para birimleri gibi belirgin şekilde değer kaybetmiştir. Diğer GOE'ler ile birlikte, Türkiye'nin risk priminde de artışlar görülürken, Aralık 2013'ten Nisan 2014'e kadar devam eden siyasi belirsizlik ortamı, Türk Lirası'ndaki değer kaybını ve Türkiye'nin risk primindeki artışı çok daha belirgin hale getirmiştir.

Bu süreçte, 20 Ocak 2014'e kadar olan dönemdeki gelişmelere karşılık, TCMB Para Politikası Kurulu, 21 Ocak 2014 tarihindeki toplantısında politika faiz oranlarını değiştirmemiş, ancak ek parasal sıkılaştırma uygulaması gerekli görülen günlerde, bankalararası piyasadaki faizlerin yüzde 7,75 (marjinal fonlama oranı) yerine yüzde 9 civarında oluşmasının sağlanmasını kararlaştırmıştır. Söz konusu ek parasal sıkılaştırma önlemleri, TL'nin değer kaybındaki ve ülke risk primi artışındaki hızlanmayı durdurmada etkili olamamış, böylelikle "serbest düşüş" süreci için daha etkili önlemlere ihtiyaç doğmuştur.

TCMB Para Politikası Kurulu, 28 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirdiği ara toplantıda "son dönemlerde iç ve dış piyasalarda risk algılamasını olumsuz etkileyen gelişmeler(e)" ve "bu süreçte Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk priminde kayda değer bir artış" gözlemlendiğine dikkat çekerek, "bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımalarının sınırlandırılması için üzerine düşeni" yapacağını belirtmiştir. Bu çerçevede Kurul, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir.



## Para Politikası

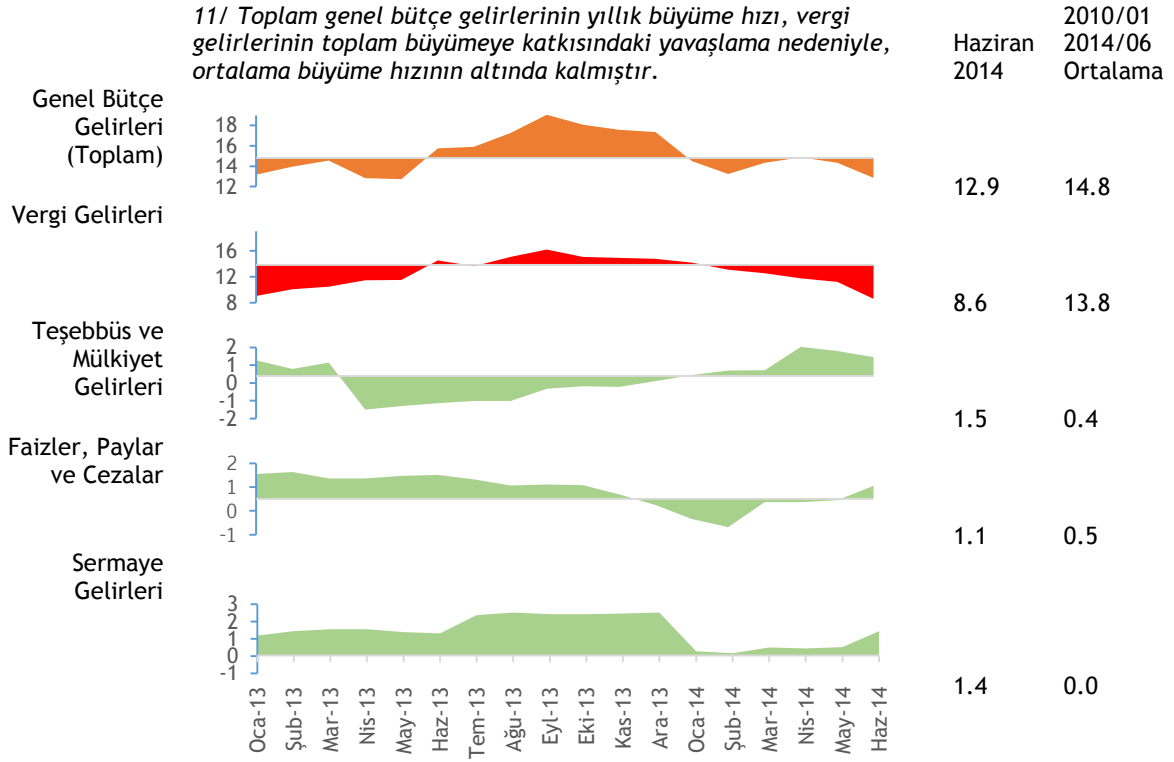


10/ Alt panelde yer alan TÜFE enflasyonundan arındırılmış reel faizin son dönemlerde negatif bölgede, politika faizinin ise piyasa faizine yakın seyretmesi faiz indirimlerini kısıtlamaktadır. Piyasa ve politika faizi arasındaki farklar ve reel (nominal faiz-yıllık enflasyon oranı) faizde hızlı düşüşler, nominal döviz kurunda düzeltmeleri getirmektedir. Kur düzeltmeleri, kur geçişkenliği nedeniyle enflasyonu hedefin üzerine taşıırken, artan enflasyon reel faizi negatif bölgeye itmektedir. Böylelikle nominal faizin alt bandı bir ölçüde sınırlandırılmakta ve daha düşük faiz oranları için düşük enflasyon oranları gerekmektedir.

Söz konusu karar doğrultusunda, bir hafta vadeli repo faiz oranı yüzde 4,5'ten yüzde 10'a çıkarılmış ve Merkez Bankası fonlamanın temel olarak marjinal fonlama oranı yerine bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanması kararlaştırılmıştır. Böylelikle, tek araçlı (bir hafta vadeli repo faiz oranı) bir politika çerçevesi benimsenirken, politika faiz oranı, “önden yüklemeli (front loaded)” biçimde 550 baz puan yükseltilmiştir.

TCMB Para Politikası Kurulu'nun 28 Ocak 2014 tarihli toplantısında alınan kararlar kısa sürede TL'nin “serbest düşüş” sürecini durdurmada etkili olmuştur. CBOE “Oynaklık Endeksi”nin (VIX) ortaya koyduğu üzere, Şubat ayının ilk haftasında küresel risk iştahındaki artışın etkisiyle, gelişmekte olan piyasa ekonomileri üzerindeki baskılar hafiflemiş, böylelikle Türkiye'nin risk primindeki artışlar, yerini gerilemeye bırakmıştır. 30 Mart 2014 yerel seçim sonuçları iç siyasi belirsizlikleri asgari seviyeye indirinceye kadar olan süreçte, 18 Şubat ve 18 Mart PPK toplantılarında para politikasında bir değişikliğe gidilmemiş, Nisan 2014'te Rusya hariç birçok GOE'nin ve Türkiye'nin risk primlerindeki düşüşle birlikte politika faiz oranında indirim için ilk işaret verilmiştir. Rezerv birikiminin yeniden mümkün hale gelmesiyle, 22 Mayıs 2014'te, bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 9,5'e indiren PPK, 24 Haziran ve 17 Temmuz toplantılarında ılımlı faiz indirimlerini sürdürerek (75 bp ve 50 bp), bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 8,25'e düşürmüştür. 17 Temmuz 2014 toplantısında, ayrıca, koridorun alt bandı olarak değerlendirilen “gecelik borçlanma faiz oranı”nı yüzde 7,5'e düşüren PPK, böylelikle gelecek aylarda ölçülü politika faiz indirimleri için alan yaratmıştır. Ancak, grafiğin alt panelinde yer alan TÜFE enflasyonundan arındırılmış reel faizin son dönemlerde negatif bölgede, politika faizinin ise piyasa faizine yakın seyretmesi bu alanı önemli ölçüde kısıtlamaktadır.

Grafikten görülebileceği üzere, piyasa ve politika faizi arasındaki farklar ve reel faizde hızlı düşüşler, nominal döviz kurunda düzeltmeleri getirmektedir. Kur düzeltmeleri, kur geçişkenliği nedeniyle enflasyonu hedefin üzerine taşıırken, artan enflasyon reel faizi negatif bölgeye itmektedir. Böylelikle nominal faizin alt bandı belli ölçüde sınırlandırılmakta ve daha düşük faiz oranları için düşük enflasyon oranları gerekmektedir.



2013 yılında, ekonomik aktiviteye paralel yapıda artış gösteren yıllıklandırılmış (12 aylık hareketli toplamalar) vergi gelirleri, 2014 yılında yine aktiviteyi takip ederek, düşük artışlar dönemine girmiştir.

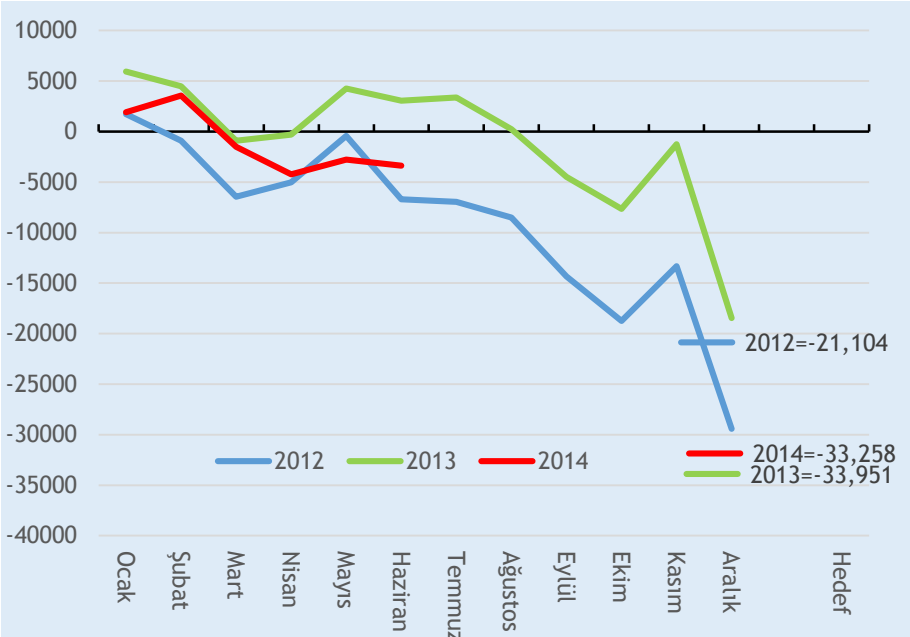
Son 4.5 yılda, yıllık ortalama yüzde 14.8 artış gösteren genel bütçe gelirleri, 2014 Haziran ayında, vergi gelirlerinin artış hızındaki yavaşlama nedeniyle, bu ortalamanın altında kalmış ve yüzde 12.9 oranında artış göstermiştir. Vergi gelirlerinin artış hızındaki yavaşlama, bütçenin en önemli gelir kaleminin bütçe gelirleri artışı içindeki katkısının düşmesine neden olmuştur. 2010 Ocak-2014 Haziran döneminde, genel gelirlerdeki ortalama yıllık yüzde 14.8’lik artışın, 13.8 puanı vergi gelirlerinin artışından kaynaklanırken, aynı dönemde diğer gelirlerdeki artışın katkısı 1 puan olmuştur. Ancak, özellikle tüketim ve ithalattaki yavaşlama nedeniyle, Haziran 2014’te 12 aylık toplam vergi gelirleri yüzde 12.9 artış gösterirken, vergi gelirlerinin bu artışa katkısı sadece 8.6 puanda kalmıştır.

Vergi gelirlerinin toplam gelir artışına katkısındaki bu azalma, vergi dışı gelirlerin katkısının 4.3 puana yükselmesi ile sınırlı ölçüde tazmin edilebilmiştir. 2014 yılının ilk altı ayında, bütçe gelirleri artışı belirli ölçüde korunurken, buna olanak sağlayan vergi dışı gelir artışlarının önemli bölümü tek seferlik gelirlerden kaynaklanmıştır.

Yılın ilk yarısında vergi gelirleri artışındaki yavaşlama, büyük ölçüde kurumlar vergisi, KDV, ÖTV ve dış ticaret üzerinden alınan vergilerde çok kısıtlı artışlar meydana gelmesinden kaynaklanmaktadır. Ekonomik aktiviteye bağlı vergi gelirlerinin düşük hızla büyümesini, büyümede yavaşlama sinyali olarak değerlendirmek mümkündür. İkinci yarıyılıda büyümenin görece ivme kaybetmesi halinde, vergi gelirleri ve bütçe dengesi açısından sorunlu bir yıl beklemek ise bu değerlendirmenin makul bir uzantısı olacaktır. Ancak, diğer taraftan “İş Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde

## Maliye Politikası

12/ 2013 yılı ilk altı aydaki performansa göre kötü, 2012 ilk altı aya göre ise iyi görünen 2014 yılı ilk yarıyı bütçe dengesi, 2014 yılı bütçe hedefleri dikkate alındığında, hedefin oldukça uzağında bulunmaktadır. Ancak, 2009 krizi sonrası oldukça başarılı bir performans ortaya konulan 2013 yılı bütçesinde, açığın 18,5 milyar lira olarak gerçekleştiği dikkate alındığında, 2014 hedefi olan 33,3 milyar liranın uzağında kalmak bütçe disiplini ve borç dinamikleri açısından büyük önem kazanmaktadır.

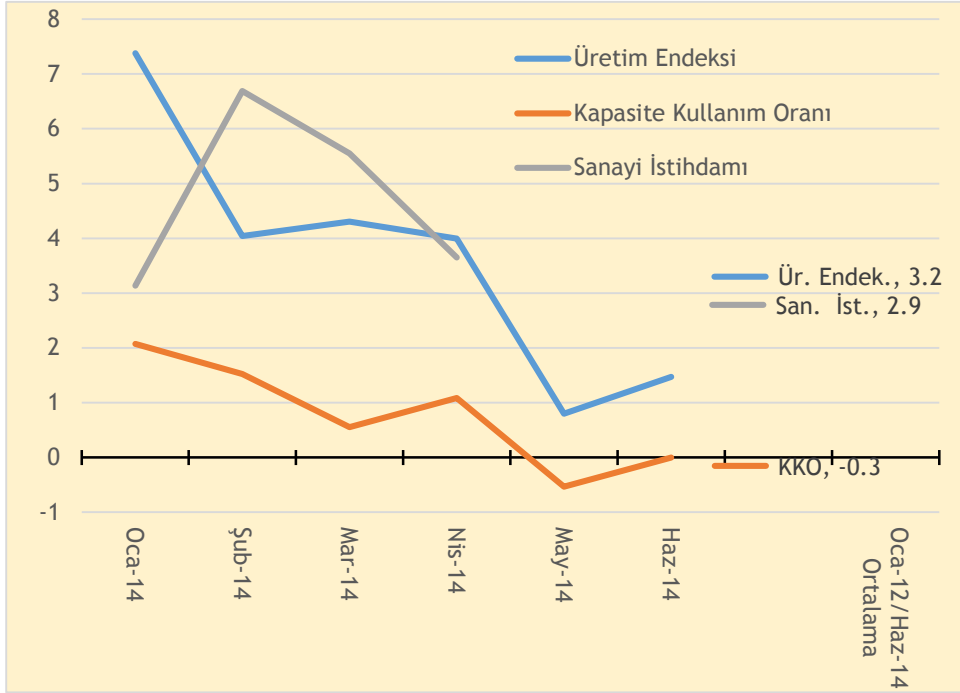


Değişiklik Yapılması ile Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılmasına Dair Kanun Tasarısı'nın yürürlüğe girmesi neticesinde, uygulamanın, vergi dışı gelirlere aylık ve düzenli olarak önemli ölçüde katkı sağlaması beklenmektedir.

Yukarıda ifade edildiği üzere, tek seferlik gelirlerin ve genel bütçe dışı kurumların gelirlerinin katkısıyla, ilk altı ayda 210.5 milyar lira düzeyine ulaşan merkezi yönetim gelirleri, aynı dönemde 213.9 milyar liraya yaklaşan merkezi yönetim giderlerinin altında kalmış ve yılın ilk ayında bütçe 3.4 milyar lira açık vermiştir. 2013 yılı ilk altı aydaki performansa göre kötü, 2012 ilk altı aya göre ise iyi görünen 2014 yılı ilk yarıyı bütçe dengesi, 2014 yılı bütçe hedefleri dikkate alındığında, hedefin oldukça uzağında bulunmaktadır. Ancak, 2009 krizi sonrası oldukça başarılı bir performans ortaya konulan 2013 yılı bütçesinde, açığın 18.5 milyar lira olarak gerçekleştiği dikkate alındığında, 2014 hedefi olan 33.3 milyar liranın uzağında kalmak bütçe disiplini ve borç dinamikleri açısından büyük önem kazanmaktadır.

Diğer yandan, 2014-2016 Orta Vadeli Program hedeflerine göre, 2014 yılında sabit fiyatlarla kamu tüketiminin yüzde 3.0, kamu yatırımlarının ise yüzde -3.5 oranında büyümesi, yılın ilk yarısındaki yüksek artışlar ışığında oldukça zor gözükmektedir. Söz konusu bu eğilim ve artış hızını korumaya devam eden personel harcamaları dikkate alındığında, iki önemli seçimin olduğu 2014 yılında bütçe dengelerinin, 2013 yılına göre belirli ölçüde bozulma sergileyeceğini söylemek mümkündür. Bütçe disiplini, borç dinamikleri, özel sektörü dışlayıcı etkiler açısından kısıtlı olması arzu edilen bu olası bozulmanın, fiyat istikrarı üzerindeki etkileri ise takip edilmesi gereken diğer önemli bir gündem maddesi olmalıdır.

## Sanayi Üretimi



13/ 2014 yılı Ocak ayından Mayıs ayına doğru yavaşlama eğilimi gösteren imalat sanayi üretim artışı, Mayıs ve Haziran'da önemli bir ivme kaybı neticesinde, yüzde 0.8 ve yüzde 1.5 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayi üretim endeksinde kısa dönemli iniş-çıkışlar nadir olmasa da, artış hızının bir eğilim halinde azalmasının, ikinci çeyrekte ekonomik aktivitede görece yavaşlamaya işaret ettiği düşünülebilir.

Gelişmekte olan ekonomiler için, küresel koşulların büyümeyi kısıtlayıcı yönde gelişmeye başladığı 2013 Mayıs sonrasındaki gelişmeler, Türkiye'de imalat sanayi üretimini olumsuz yönde etkilememiş gözükmektedir. 2013 yılının son üç çeyreğinde, imalat sanayi üretim endeksi yıllık ortalama hızının (Ocak 2012-Mayıs 2014 ortalaması=yüzde 3.2) oldukça üzerinde üretim artışları kaydetmiş ve söz konusu bu direnç 2014 ilk çeyreğindeki iç siyasi belirsizliklere rağmen devam etmiştir.

2014 yılı Ocak ayında yüzde 7.4 gibi yüksek bir artış gösteren imalat sanayi üretimi, Şubat-Nisan arasındaki dönemde yüzde 4 civarında artışlar kaydetmiştir. Mayıs ve Haziran aylarında ise önemli bir yavaşlama neticesinde, üretim büyümesi yüzde 0.8 ve yüzde 1.5 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayi üretim endeksinde kısa dönemli iniş-çıkışlar nadir olmasa da, artış hızının bir eğilim halinde azalmasının, ikinci çeyrekte ekonomik aktivitede görece yavaşlamaya işaret ettiği düşünülebilir. Zaten, çeyrekler itibarıyla yıllık imalat sanayi üretim artışı rakamları, 2014 ilk çeyrekte yüzde 5.2 olan oranın, ikinci çeyrekte, yüzde 2.1'e gerilediğini göstermektedir. Ayrıca, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış serideki benzer yavaşlama eğilimi, bu değerlendirmeyi desteklemektedir.

Diğer yandan, imalat sanayi kapasite kullanım oranı da, benzer bir biçimde, 2013 Mayıs-2014 Nisan dönemindeki artış eğilimini kaybetmeye başlamıştır. Söz konusu dönemde bir önceki yıla göre kesintisiz şekilde artışlar gösteren kapasite kullanım oranı, Mayıs-Haziran döneminde ortalama artış hızına (Ocak 2012-Haziran 2014 ortalaması=yüzde -0.3) gerilemiştir.

Mevcut resmi istatistikler imalat sanayi istihdamına yönelik aylık sıklıkta, birkaç yılı kapsayan zaman serileri sağlamamaktadır. Ancak, son üç aya ait güncel seriye göre imalat sanayi istihdamı, toplam sanayi istihdamının yüzde 93'ünü oluşturmaktadır. Bu nedenle, toplam sanayi istihdam serisinin, neredeyse tamamen imalat sanayi istihdamındaki gelişmeleri yansıttığı düşünülebilir. Bu varsayım altında, toplam seri incelendiğinde, imalat sanayi istihdamının, üretimdeki gelişmeleri gecikmeli bir yapıda takip ettiği görülmektedir. Şubat 2014'teki yıllık yüzde 6.7 artış gösteren imalat sanayi istihdamı, Mart ayında yavaşlayarak yüzde 5.5 artmış, Nisan ayında ise bir önceki yıla göre yüzde 3.7 büyümüştür.

## Sanayi Üretimi

14/ Sanayi üretimine ilişkin temel göstergelerden, üretim endeksi ve kapasite kullanım oranı verileri imalat sanayi ve alt sektörleri itibarıyla incelendiğinde, yılın ilk yarısındaki gelişmelerin, alt sektörlerin geneline yayılan, büyük ölçüde ortak bir yapı ortaya koyduğu anlaşılmaktadır. Mavinin ısınmayı, kırmızının ise soğumayı ifade ettiği üretim endeksi ısı haritası, 2014 yılı Ocak ayında, alt sektörlerin büyük bölümünde ortalama üzerinde büyüme kaydedildiğini, 2014 Mayıs-Haziran aylarında ise imalat sanayinde genele yayılan hafif bir “soğuma” olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, kapasite kullanım oranları, Mayıs ayındaki görece düşük değerlerin, Haziran ayında da devam ettiğine işaret etmektedir.

| İmalat Sanayi ve Alt Sektörleri          | İmalat Sanayi Üretim Endeksi (Y/Y %) |       |       |      |       |       | İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (%) |      |      |      |      |      |
|--|--------------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|---|------|------|------|------|------|
|  | Oca.                                 | Şub.  | Mar.  | Nis. | May.  | Haz.  | Oca.                                      | Şub. | Mar. | Nis. | May. | Haz. |
| İmalat Sanayi                            | 7.4                                  | 4.0   | 4.3   | 4.0  | 0.8   | 1.5   | 73.9                                      | 73.3 | 73.1 | 74.4 | 74.4 | 75.3 |
| Gıda Ürünleri                            | 14.3                                 | 6.7   | 6.6   | 6.4  | -1.0  | 2.7   | 72.1                                      | 72.3 | 69.9 | 70.6 | 70.3 | 71.1 |
| İçecek                                   | -6.1                                 | 2.7   | -0.7  | 6.2  | -8.5  | 3.8   | 58.8                                      | 53.8 | 58.2 | 60.6 | 63.4 | 62.5 |
| Tütün Ürünleri                           | -15.2                                | 1.2   | 14.3  | 4.6  | 11.6  | 21.9  | 70.4                                      | 74.1 | 70.7 | 67.3 | 68.3 | 73.4 |
| Tekstil Ürünleri                         | 5.6                                  | 3.3   | 4.0   | 3.6  | -1.5  | 1.2   | 79.7                                      | 79.7 | 79.0 | 80.2 | 81.3 | 81.2 |
| Giyim Eşyası                             | -3.3                                 | -6.3  | -3.9  | 3.0  | 1.2   | 0.3   | 76.9                                      | 76.9 | 76.4 | 78.2 | 79.2 | 78.2 |
| Deri ve İlgili Ürünler                   | 17.3                                 | 4.5   | -9.5  | -1.6 | -17.0 | -8.2  | 64.4                                      | 65.0 | 63.4 | 65.1 | 64.4 | 65.8 |
| Ağaç ve Mantar Ür. (mob. hariç)          | 8.6                                  | 8.9   | 6.4   | 18.7 | 8.4   | 15.2  | 76.8                                      | 74.9 | 75.0 | 78.2 | 79.4 | 78.7 |
| Kağıt ve Kağıt Ürünleri                  | 10.4                                 | 12.7  | 8.7   | 6.4  | 5.0   | 5.2   | 79.1                                      | 80.7 | 81.2 | 81.3 | 82.4 | 81.4 |
| Kay. Medya Bas. ve Çoğal.                | 5.8                                  | 1.9   | 7.3   | 3.9  | -10.1 | -3.8  | 70.3                                      | 67.0 | 68.3 | 67.1 | 72.8 | 73.1 |
| Kok K. ve Rafine Petrol Ürün.            | -7.4                                 | 8.6   | 15.3  | -7.3 | -23.9 | -15.6 | 71.7                                      | 57.0 | 65.0 | 69.4 | 67.9 | 63.6 |
| Kimyasal Madde Ürünleri                  | 13.7                                 | 9.8   | 3.8   | 6.3  | 4.6   | 8.9   | 76.5                                      | 77.2 | 80.2 | 78.6 | 80.2 | 79.0 |
| Temel eczacılık ürün. ve ilgili malz.    | 16.1                                 | 7.1   | 12.6  | 3.1  | 15.4  | 3.0   | 72.9                                      | 72.7 | 72.7 | 73.7 | 74.5 | 73.2 |
| Plastik-Kauçuk Ürünleri                  | 8.8                                  | 2.5   | 6.7   | 8.4  | 2.8   | 4.7   | 73.0                                      | 73.4 | 72.5 | 72.9 | 74.4 | 75.6 |
| Metalik Olmayan Diğer Min. Mad.          | 11.7                                 | 12.1  | 7.4   | 4.5  | 1.0   | -4.3  | 75.7                                      | 76.0 | 75.4 | 77.6 | 78.5 | 80.1 |
| Ana Metal Sanayi                         | 7.6                                  | 0.0   | -0.2  | 1.7  | 5.3   | -0.3  | 75.4                                      | 75.9 | 74.3 | 72.2 | 71.9 | 75.0 |
| Metal Eşya Sanayi (mak. teç. hariç)      | 4.8                                  | 3.8   | 4.7   | -3.7 | 1.8   | 6.4   | 70.5                                      | 72.1 | 72.1 | 71.6 | 71.8 | 72.0 |
| Bilgisayar, Elektronik ve Optik Ürün.    | 26.3                                 | 44.8  | 30.9  | 25.6 | 27.0  | -19.4 | 87.0                                      | 86.7 | 87.0 | 85.0 | 85.7 | 87.9 |
| Elektrikli teçhizat                      | 6.7                                  | 3.3   | 4.7   | -7.2 | -4.1  | 1.6   | 70.3                                      | 72.1 | 72.3 | 75.9 | 74.8 | 78.0 |
| Makina ve Teç. (başka yerde sınıf.)      | 14.3                                 | 7.5   | 3.8   | 5.1  | -2.0  | -0.7  | 77.9                                      | 77.8 | 78.3 | 79.8 | 80.1 | 80.1 |
| Motorlu kara taşıtı, trey. ve yarı trey. | -6.1                                 | -6.8  | 1.2   | 6.8  | 1.1   | 1.3   | 73.8                                      | 64.8 | 66.6 | 68.7 | 65.5 | 68.2 |
| Diğer Ulaşım Araçları                    | 16.4                                 | -18.3 | -18.3 | 5.1  | 1.0   | 11.7  | 63.8                                      | 67.9 | 66.1 | 69.9 | 68.2 | 67.3 |
| Mobilya, Diğer İmal. (başka yer. sınıf)  | 17.2                                 | 17.5  | 3.2   | 7.9  | 1.9   | 4.9   | 69.1                                      | 69.8 | 71.0 | 72.0 | 72.2 | 73.2 |
| Diğer İmalatlar                          | -11.6                                | -10.6 | 14.1  | -4.0 | -13.5 | -16.3 | 53.8                                      | 55.0 | 54.0 | 56.9 | 55.2 | 54.7 |
| Makine ve Ekipman. Kurul. ve Onarı.      | 29.0                                 | 38.1  | 19.3  | 38.0 | 5.8   | 19.0  | 77.5                                      | 77.9 | 68.8 | 76.4 | 69.5 | 75.2 |

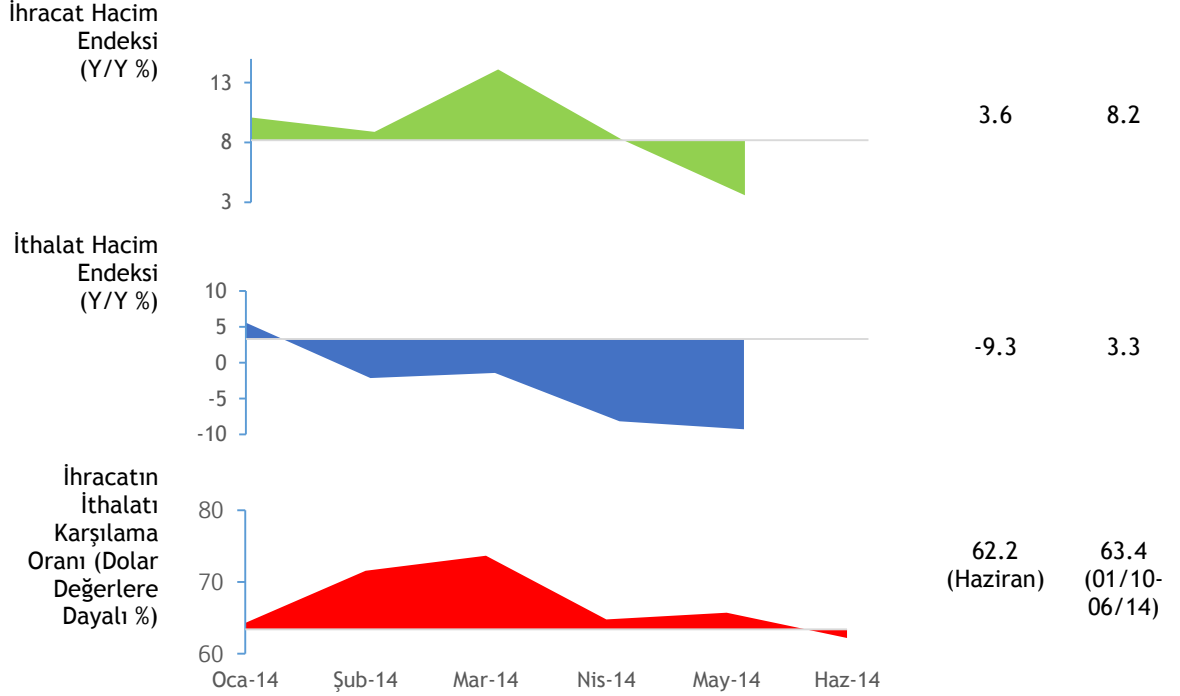
Sanayi üretimine ilişkin temel göstergelerden, üretim endeksi ve kapasite kullanım oranı verileri imalat sanayi ve alt sektörleri itibarıyla incelendiğinde, yılın ilk yarısındaki gelişmelerin, tüm alt sektörlerde yayılan, büyük ölçüde ortak bir yapı ortaya koyduğu anlaşılmaktadır.

Sektörel analiz için geliştirilen tablonun ilk bölümünde imalat sanayi üretim artışları yer almakta ve maviden kırmızıya olan renk geçişleri, yıllık yüzde 3.2 ortalama etrafında, üretim artışlarının yüksekte düşüğe sıralamasını ifade etmektedir. İkinci bölümde ise, kapasite kullanım oranları bulunmakta ve maviden kırmızıya renk geçişleri, ilgili sektörün 2008 yılı Ağustos ayı kapasite kullanım oranına olan uzaklığını resmetmektedir. Bu çerçevede, tablonun ikinci bölümünde, kapasite kullanım oranları açısından koyu maviye gidiş, 2008 Ağustos değerinden yukarı yönde uzaklaşmayı, koyu kırmızıya gidiş ise, bu değerden aşağı yönde uzaklaşmayı betimlemektedir.

Mavinin ısınmayı, kırmızının ise soğumayı ifade ettiği bu ısı haritası, 2014 yılı ilk çeyrekte, alt sektörlerin büyük bölümünde ortalama üzerinde büyüme kaydedildiğini, ikinci çeyrekte ise imalat sanayinde genele yayılan hafif bir “soğuma” olduğunu ortaya koymaktadır. Kapasite kullanım oranı ısı haritası ise, birçok alt sektörde 2008 Ağustos ayı kapasite kullanım oranlarından uzak olunduğuna işaret etmektedir. Diğer yandan, Mayıs ayında, sektör genelinde ve alt sektörlerdeki görece “düşük kapasite oranları”, Haziran ayında artış göstermemektedir.



15/ İthalattaki dikkat çekici daralmaya rağmen, 2014 yılı ikinci çeyrekte belirgin hale gelen jeo-politik riskler, ihracat artışını kısıtlamış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı, Haziran 2014'te, yeniden yıllık ortalamasının (Ocak 2010-Haziran 2014 ortalama=yüzde 63.4) altına inmiştir.



Reel kur endeksinin 2013 yılı ikinci çeyrekte 118 civarında olan değerinden, belirgin bir değer kaybıyla, 2014 ilk çeyrekte 102 seviyesine gerilemesi, ihracat ve ithalat arasında önemli ölçüde dengelemeye olanak sağlamıştır. Özellikle, reel ithalatın bir göstergesi kabul edilen ithalat hacim endeksi 2014 ilk beş ayında, bir önceki yıla göre önemli düşüşler göstermiştir. İhracat hacim endeksindeki artış ise, 2013 yılı Kasım ayından sonra belirgin hale gelmiş ve bu dönemde reel ihracatta, yüzde 14'lere varan artışlar kaydedilmiştir. Yüzde 14 seviyesinde ihracat artışının kaydedildiği 2014 yılı Mart ayında, ithalattaki yıllık azalış yüzde 1'de kalmakla beraber, neredeyse tamamen ihracatın katkısıyla ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 74'e yükselmiştir.

İthalattaki dikkat çekici daralmaya rağmen, 2014 yılı ikinci çeyrekte belirgin hale gelen jeo-politik riskler, ihracat artışını kısıtlamış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı, Haziran 2014'te, yeniden yıllık ortalamasının (Ocak 2010-Haziran 2014 ortalama=yüzde 63.4) altına inmiştir.

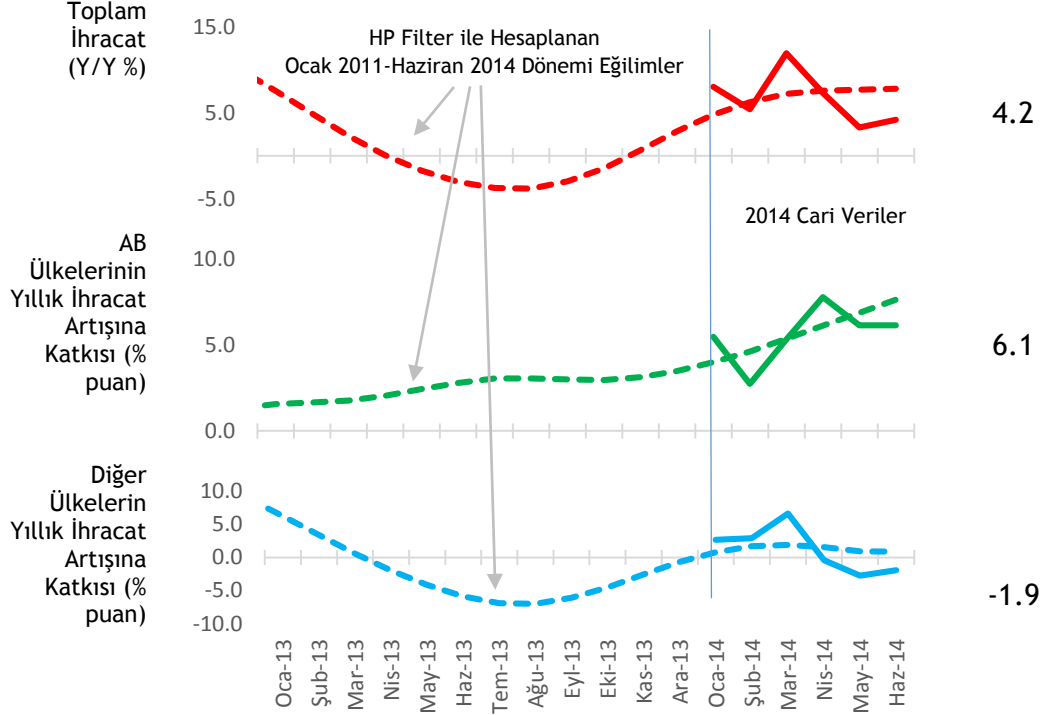
Reel kurda yeniden değerlendirme yönünde, yukarı yönlü hareket gözlemlenen 2014 ikinci çeyrekte, ithalatın önemli oranda yıllık düşüş göstermesinin, 2014 yılı Şubat ayında yürürlüğe giren makro ihtiyati tedbirlerle ilişkili olduğunu düşünmek mümkündür.

Yakın dönem dengeleme süreçleri dikkate alındığında, son aylarda gözlemlenen, iç talebin kısıtlanması nedeniyle yurtiçi arzın ihracata yönlendirilmesi ve geçici reel kur düzeltmeleri sayesinde fiyat rekabeti olanağı kazanılması, ihracat açısından sürdürülebilir çözümler olarak gözükmektedir. Özellikle, kur geçişkenliği nedeniyle, reel kurun kısa sürede yeniden değerlendirilmesi ve yurtiçi talep ile ithalatın kısıtlandığı bir yapıda ihracatta sürdürülebilir artışlar sağlanmasının üretim yapısı itibarıyla zorluğu, bu tespiti mevcut dönem için de geçerli kılmaktadır.

## Dış Ticaret

16/ Sürdürülebilir ve yüksek ihracat performansı açısından diğer önemli kısıt, ihracat pazarlarındaki gelişmelerdir. Son dönemlerde, ihracatın gelir esnekliğinin görece daha yüksek olduğu AB pazarındaki toparlanma, bu ülkelere olan ihracatın 2013 dördüncü çeyrekte başlayarak artış eğilimine girmesini sağlamıştır.

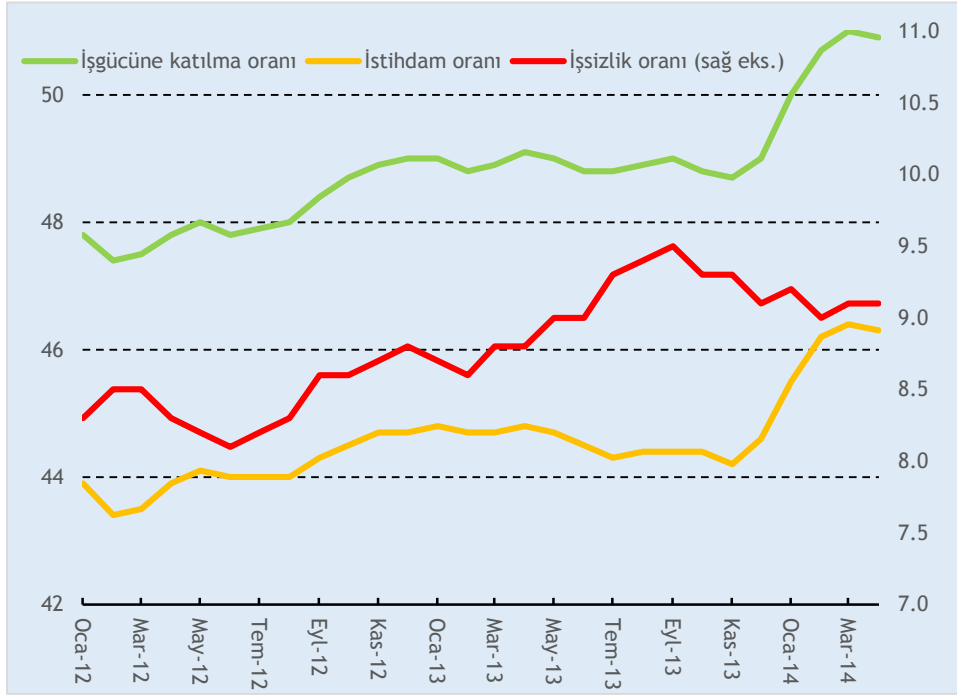
Haziran  
2014



Sürdürülebilir ve yüksek ihracat performansı açısından diğer önemli kısıt, ihracat pazarlarındaki gelişmelerdir. Son dönemlerde, ihracatın gelir esnekliğinin görece daha yüksek olduğu AB pazarındaki toparlanma, bu ülkelere olan ihracatın 2013 dördüncü çeyrekte başlayarak artış eğilimine girmesini sağlamıştır. Yılın ilk aylarında, yüzde 5'lere varan artışlar gösteren AB ihracatı, ikinci çeyrekte yüzde 6'yı aşan artış hızlarına ulaşmıştır. Mevcut durumda, AB ekonomilerinde toparlanmanın devam etmesi ve ikinci yarıda daha da güçlenmesi beklendiğinden, AB pazarındaki performansın toplam ihracatı giderek kuvvetlenen bir şekilde olumlu yönde etkilemesi beklenmelidir.

AB pazarındaki performansın toplam ihracatı sürdürülebilir yüksek bir büyüme patikasına oturtması için yeterli olup olmayacağı ise, yakın gelecek için önemli bir sorudur. Yukarıdaki grafiklerden görüleceği üzere, mevcut koşullarda ihracatta büyüme performansını belirlemede, Türkiye'nin AB dışında kalan diğer ticaret ortakları görece daha ağırlıklı bir öneme sahiptir. Uzun bir dönemdir, yakın coğrafyada oluşan jeo-politik riskler, bu gruba yapılan ihracatın artış hızını olumsuz etkilemektedir. Nisan 2013'ten beri negatif büyüme rakamları kaydedilen, bu grupta, Ocak 2014-Nisan 2014 arası kısıtlı büyüme gözlenirken, Mayıs ve Haziran aylarında büyüme negatif olmuştur.

Yakın bölgelerdeki sorunlar ve riskler AB dışı ülkeler grubuna ihracatı daha da olumsuz şekilde etkilemez, AB pazarında yakın zamanda bir bozulma olmaz, reel kur yüksek enflasyon nedeniyle hızlı bir yeniden değerlendirme sürecine girmez ve ihracat üretimi daralan ithalat nedeniyle kısıtlanmazsa, gelecek bir yıl içerisinde, AB pazarında direnç kazanan performansın, ihracatı daha yüksek bir büyüme patikasına oturabileceğini söylemek mümkündür. Ancak, bu patikanın sürdürülebilirliği, burada sayılan tüm varsayımlarla güçlü bir şekilde ilişkilidir ve bu varsayımların uzun bir süre geçerli olması ihtimali oldukça düşüktür.



17/ Şubat 2014 ve sonrasında geçerli olmak üzere, yeni nüfus projeksiyonları ve yeni işgücü anketi düzenlemeleri kapsamında yayımlanmaya başlayan işgücü istatistikleri, Ocak 2014-Şubat 2014 döneminde işgücüne katılma ve istihdam oranı serilerinde belirgin sıçramalar ortaya koymaktadır. Son bir yıllık dönemde, işsiz sayısındaki yıllık artış oranının ortalama yüzde 12 civarında direncini korumasına rağmen, aynı dönemde Türkiye ekonomisi, 1.5 milyona yakın istihdam yaratmıştır.

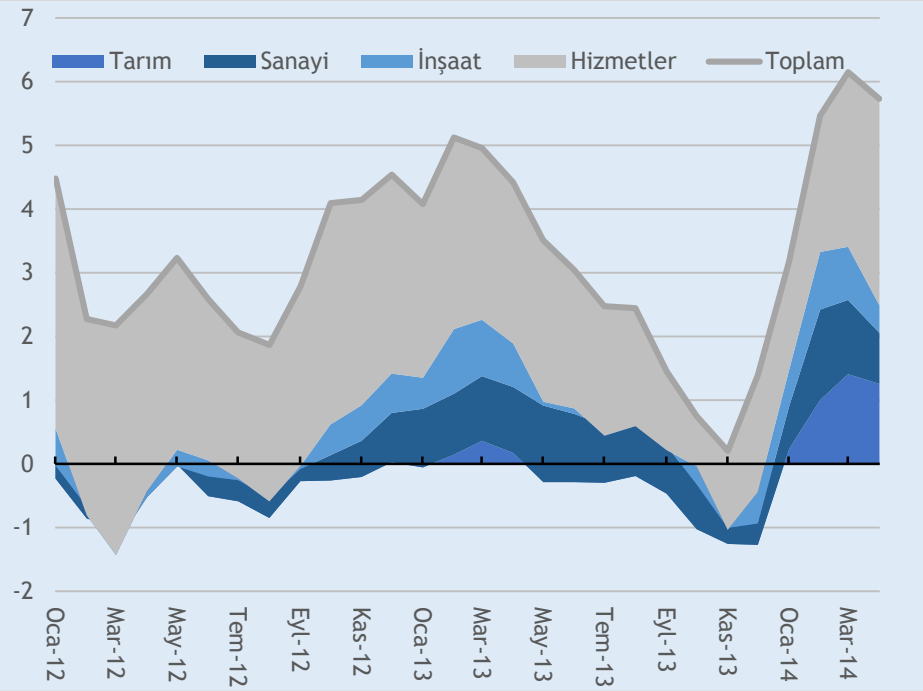
Mevsimsel etkilerden arındırılmış verilere göre, Haziran 2012-Eylül 2013 döneminde yüzde 1 puana yakın artış gösteren işsizlik oranı, Eylül 2013 sonrasında düşüş eğilimine girmiştir. Şubat 2014 ve sonrasında geçerli olmak üzere, yeni nüfus projeksiyonları ve yeni işgücü anketi düzenlemeleri kapsamında yayımlanmaya başlayan işgücü istatistikleri, Ocak 2014-Şubat 2014 döneminde işgücüne katılma ve istihdam oranı serilerinde belirgin sıçramalar ortaya koymaktadır. Avrupa Birliği İstatistik Ofisi (Eurostat) standartlarına uyum çerçevesinde yapılan değişikliklerin başında, işgücü anketlerinin yapıldığı referans haftası ve işsizlik kriterine ilişkin değişiklikler gelmektedir. Yeni düzenleme nedeniyle oluşan ve tanımları oldukça farklı iki serinin birleştirilmesi neticesinde ortaya çıkan bu farkların, konjonktürel olarak değerlendirilmesi anlamlı olmayacaktır.

Mevsimsellikten arındırılmamış seriler itibarıyla bakıldığında ise, işsiz sayısının, bir önceki yıl aynı döneme göre sürekli artış gösterdiği gözlenmektedir. Temmuz 2013 döneminde yüzde 17'yi aşan bir orana ulaşan yıllık artış hızı, Aralık 2013'e kadar yüzde 5 değerine kadar gerilemiştir. Yeni ve eski işgücü serileri itibarıyla, zaman serisi anlamında en az kırılmanın gözlemlendiği işsiz sayısı, 2014 Ocak ayında bir önceki yıl aynı aya göre yüzde 10 artış gösterirken, Şubat-Nisan döneminde işsiz sayısındaki yıllık artış fazla değişiklik göstermeden bu oran etrafında yatay seyretmektedir.

Son bir yıllık dönemde, işsiz sayısındaki yıllık artış oranının ortalama yüzde 12 civarında direncini korumasına rağmen, aynı dönemde Türkiye ekonomisi, 1.5 milyona yakın istihdam yaratmıştır. Tarım dışarıda bırakıldığında, istihdamın son dört çeyrekteki yıllık ortalama artış hızı yüzde 4 etrafında seyretmekte ve ekonominin büyüme hızıyla uyumlu bir görünüm ortaya koymaktadır.

## İstihdam

18/ İşgücüne ilişkin yeni anket düzenlemelerinin Şubat-Nisan dönemindeki etkileri açık olmamakla beraber, Türkiye ekonomisi 2014 yılında daha dengeli bir istihdam büyümesi sergilemektedir. Toplam istihdamdaki yıllık artışlara sektörlerin katkıları incelendiğinde, Şubat-Mart döneminde tüm sektörlerin pozitif katkısı gözlenmektedir. Buna görece dengeli yapıya rağmen, hizmetler sektörü ağırlıklı istihdam yaratma eğilimi, 2014 yılında da devam etmektedir.



2014 yılının Şubat-Nisan döneminde, yaratılan 1.7 milyon istihdamın sektörel yapısı, istihdam ve büyüme açısından önemli işaretler taşımaktadır. İşgücüne ilişkin yeni anket düzenlemelerinin Şubat-Nisan dönemindeki etkileri açık olmamakla beraber, Türkiye ekonomisi 2014 yılında daha dengeli bir istihdam büyümesi tablosu sergilemektedir. Buna rağmen, hizmetler sektörü ağırlıklı istihdam yaratma eğilimi, 2014 yılında da devam etmektedir.

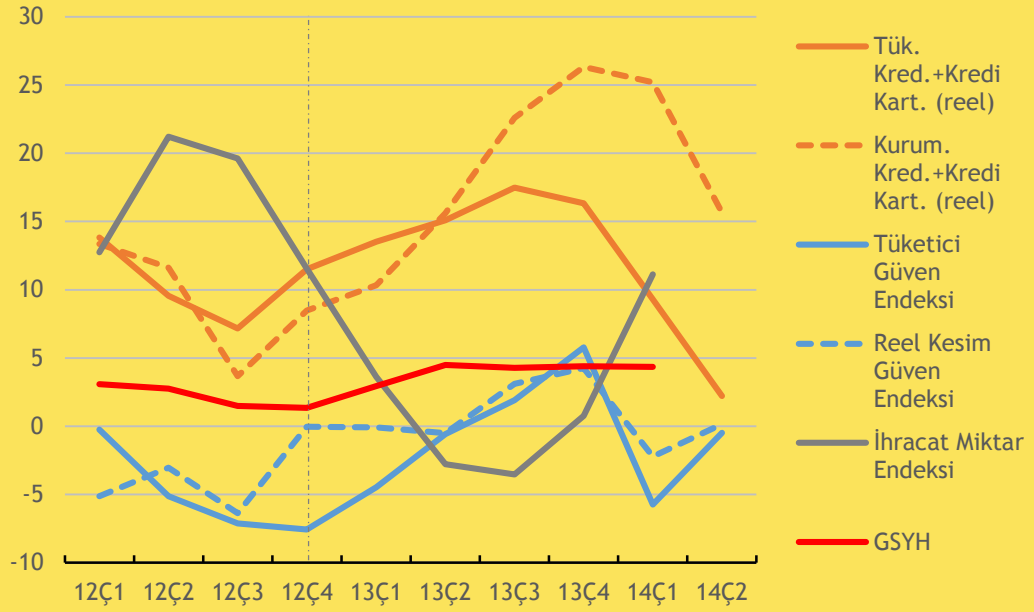
Son yıllarda, toplam istihdam artışının neredeyse durma noktasına geldiği 2013 yılı Kasım ayında, tarım ve inşaat sektörlerindeki kayıplar, sanayi ve hizmet istihdamındaki artışlarla belirli ölçüde dengelenebilmiştir.

Yeni işgücü serisine göre, Şubat ve Mart aylarında yaratılan (Nisan sektörel bilgisi bulunmamaktadır) toplam 1.1 milyon istihdamın, 528 bini tarım, 133 bini sanayi, 113 bini inşaat ve 352 bini hizmetler sektörlerinden gelmektedir.

İstihdam ve sabit fiyatlarla katma değer arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, istihdam başına katma değer 2011 üçüncü çeyrekten beri 4,900 TL (sabit fiyatlarla GSYH/toplam istihdam) etrafında seyrettiği görülmektedir. 2008 yılı ilk üç çeyrekte, 5,050 TL civarında olan istihdam başına katma değer, son dönemlerde düşmüş olması ekonomide üretkenlik artışı açısından dikkatle değerlendirilmesinde fayda vardır. Diğer yandan, bu oranın tersini düşündüğümüzde, mevcut verimlilik yapısının sürdürülebilir olduğu varsayılırsa, istihdama bir kişi eklemek için görece daha düşük büyümenin yeterli olduğu söylenebilir. Ancak, burada önemli olan düşük büyüme ile istihdam artışlarını korumanın ne kadar sürdürülebilir olduğudur. Özellikle artan genç nüfus ve artan işgücüne katılım dikkate alındığında, büyüme esnekliğindeki bu görece artışın, işsizlik sayılarını ve oranını bugünkü düzeylerinde tutmaya yeterli olabileceğini söylemek kolay olmayacaktır.

İşgücü istatistiklerinde yöntem değişikliğinin diğer bir yansıması ise, kent ve kır ayrımında veri sunumuna ara verilmiş olmasıdır.

19 / Şubat 2014'te yürürlüğe giren kredi genişlemesine yönelik önlemler yılın ilk yarısında etkili olmuştur. Alınan önlemler, tüketici güvenliğini etkilemiş ve tüketici güven endeksi, 2014 yılı birinci çeyrekte, bir önceki yıl aynı döneme göre, yüzde 5.7 düşüş göstermiştir. Diğer yandan, önlemlerin reel kesim (şirketler) üzerine yansımalarının, yılın ilk çeyreğinde, reel kesim güven endeksinin düşüşüne katkı sağladığı düşünülmektedir.



Yurtiçi talebin kontrolü amacıyla kredi genişlemesine yönelik olarak BDDK tarafından alınan önlemler, 1 Şubat 2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Temel olarak, alınan önlemler, genelde tüm harcama grupları için kredi kartı ile taksitlendirme süresinin sınırlandırılması ile bazı harcama grupları için tamamen engellenmesini; tüketici kredilerinde ise kredi teminat oranları ile vadelerin azaltılmasını amaçlamaktadır. Önlemlerin yürürlüğe girmesiyle, 2013 yılı son çeyrekte cari fiyatlarla yüzde 25 olan tüketici kredileri ve kredi kartları yıllık artış hızı, 2014 yılı ilk çeyrekte, yüzde 18'e gerilemiştir. Asıl yavaşlama ise 2014 yılı ikinci çeyrekte olmuş ve yıllık nominal artış hızı, yüzde 12'ye düşmüştür. Grafikte yer aldığı üzere, tüketici kredileri ve kredi kartlarının yıllık reel artış hızları benzer bir eğilimle, 2013 dördüncü çeyrekte yüzde 16'dan, 2014 birinci ve ikinci çeyreklerde, sırasıyla, yüzde 9 ve yüzde 2'ye gerilemiştir. Kurumsal krediler ve kredi kartlarındaki ivme kaybı, alınan önlemlerin hedeflediği gibi, görece daha azdır.

Alınan önlemler, tüketici güvenliğini etkilemiş ve tüketici güven endeksi, 2014 yılı birinci çeyrekte, bir önceki yıl aynı döneme göre, yüzde 5.7 düşüş göstermiştir. Diğer yandan, önlemlerin reel kesim (şirketler) üzerine yansımalarının, yılın ilk çeyreğinde, reel kesim güven endeksinin düşüşüne katkı sağladığı düşünülmektedir. Ancak, yılın ilk çeyreğinin, iç siyasi belirsizliklerin etkili olduğu bir dönem olması, tüketici ve reel kesim güvenindeki düşüşlerin, tamamen önlemlerle ilişkilendirilmesini zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede, 2014 yılı ikinci çeyrekte tüketici ve reel kesim güvenindeki kayıpların durmasını, siyasi belirsizliklerin etkilerinin azalmasına bağlamak yanlış olmayacaktır.

Dış talep açısından, önemli bir gösterge olan dış ticaret miktar endeksi, yılın ilk çeyreğinde, bir önceki yıl aynı çeyreğe göre dikkat çekici bir artışa işaret etmektedir. Ancak, geçen yılın son altı ayında, negatif artış hızlarından pozitive olan düzeltmeyi saymazsak, bir dönemlik bilgiyle, talebin dengelenmesine ilişkin değerlendirme yapmak zor olacaktır. Diğer taraftan, yılın ilk çeyreğinde, GSYH yıllık reel artış hızının gücünü koruması, iç talepteki daralma işaretleri karşısında, dış talebin dengeleyici hareketi yönünde bir değerlendirmeyi gerekli kılmaktadır.



## Talep Göstergeleri

20/ Özel tüketim ve yatırım göstergelerinin yeterince olumlu işaret sağlamadığı, 2014 ikinci çeyrekte, kamunun büyümeyi korumada yeterli olması zor gözükmekte ve büyümenin korunması için dış talep desteğine ihtiyaç duyulmaktadır.

| Kategoriler   | Göstergeler                                 | 2012-1Ç | 2012-2Ç | 2012-3Ç | 2012-4Ç | 2013-1Ç | 2013-2Ç | 2013-3Ç | 2013-4Ç | 2014-1Ç | 2014-2Ç |
|---|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tüketim Göstergeleri                                  | Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları (reel) | 13.8    | 9.6     | 7.2     | 11.5    | 13.5    | 15.1    | 17.5    | 16.3    | 9.3     | 2.2     |
|   | Tüketim Malları İthalat Hacmi               | -14.4   | -11.9   | -5.5    | -1.5    | 7.1     | 9.0     | 13.0    | 11.2    | -3.5    |         |
|   | Tüketim Vergileri                           | -3.9    | -6.4    | 0.1     | 13.1    | 16.6    | 19.2    | 8.8     | 2.5     | -0.7    | -10.2   |
|   | Tüketici Güven Endeksi                      | 79.3    | 76.9    | 74.5    | 71.8    | 75.8    | 76.4    | 75.9    | 76.0    | 71.4    | 76.1    |
|   | E.T.T.E Tüketim Endeksi (reel)              | 4.3     | 6.7     | 4.2     | 4.3     | 3.8     | -0.3    | 0.3     | -0.4    | -2.2    | -2.5    |
|   | Perakende Satış Hacim Endeksi               | 2.9     | 9.8     | 4.8     | 3.4     | 4.3     | -0.8    | 6.5     | 6.3     | 6.8     | 4.7     |
|   | Otomobil Satışları                          | -20.6   | -11.9   | 10.5    | -2.6    | 17.3    | 20.9    | 18.5    | 20.2    | -21.9   | -23.2   |
|   | Konut Satışları                             | -16.7   | -11.0   | 4.7     | 20.4    | 89.1    | 70.1    | 72.2    | 38.5    | -5.9    | -9.5    |
| Yatırım Göstergeleri                                  | Elektrik Tüketimi                           | 9.4     | 7.3     | 6.3     | -0.6    | -2.4    | 2.6     | 0.6     | 5.4     | 3.2     | 4.2     |
|   | Kurumsal Krediler ve Kredi Kartları (reel)  | 13.4    | 11.6    | 3.7     | 8.5     | 10.3    | 15.6    | 22.6    | 26.3    | 25.2    | 15.7    |
|   | Sermaye (Yatırım) Mali İthalat Hacmi        | -1.0    | -15.5   | -10.4   | -4.0    | -1.3    | 8.9     | 9.8     | 4.2     | -4.6    |         |
|   | Makina ve Teçhizat İmalatı                  | 13.2    | 4.9     | -5.1    | -8.1    | -2.6    | 4.1     | 8.7     | 20.6    | 8.3     | 0.7     |
|   | Reel Kesim Güven Endeksi                    | 107.3   | 112.6   | 105.0   | 100.4   | 107.2   | 112.1   | 108.2   | 104.7   | 104.9   | 112.2   |
|   | Yatırım Harcaması (RSGE)                    | 119.1   | 117.2   | 109.8   | 109.2   | 110.4   | 113.2   | 108.7   | 109.4   | 107.2   | 106.0   |
| Kamu Harcamaları ve Yatırımları                       | Faiz Hariç Harcamalar (reel)                | 2.2     | 12.4    | 6.5     | 3.1     | 12.0    | 4.0     | 4.8     | 5.0     | 6.4     | 3.1     |
|   | Kamu Harcamaları (reel)                     | 1.3     | 6.1     | 3.0     | 4.4     | 7.9     | -0.3    | 0.3     | 5.5     | 8.5     | 4.9     |
|   | Kamu Yatırımları (reel)                     | 3.0     | -5.0    | -0.3    | 7.2     | 124.9   | 33.2    | 13.4    | 5.8     | 27.5    | -4.2    |
| Dış Talep Göstergeleri                                | İhracat Miktar Endeksi                      | 12.8    | 21.2    | 19.6    | 11.6    | 3.6     | -2.8    | -3.5    | 0.8     | 11.1    |         |
|   | Hammadde (Ara Mallar) İthalat Hacmi         | 0.3     | 6.5     | 5.8     | 5.7     | 6.4     | 13.5    | 4.4     | 10.4    | 2.5     |         |
|   | Ülkeye Gelen Turist Sayısı (kişi)           | -6.4    | -0.8    | 3.5     | 3.3     | 22.5    | 11.3    | 5.9     | 8.8     | 3.2     | 5.3     |
| Stok  | (-1)*Mamul mal stoku (RSGE)                 | -93.0   | -93.5   | -96.2   | -95.9   | -95.7   | -94.7   | -97.5   | -94.7   | -96.2   | -95.6   |
| Büyüme  | GSYH (Y/Y %)                                | 3.1     | 2.7     | 1.5     | 1.3     | 2.9     | 4.5     | 4.3     | 4.4     | 4.3     |         |
| Talep için Olumlu Sinyal Sayısı (GSYH büyümesi hariç) |   | 10      | 10      | 5       | 5       | 13      | 13      | 11      | 14      | 5       | 6       |

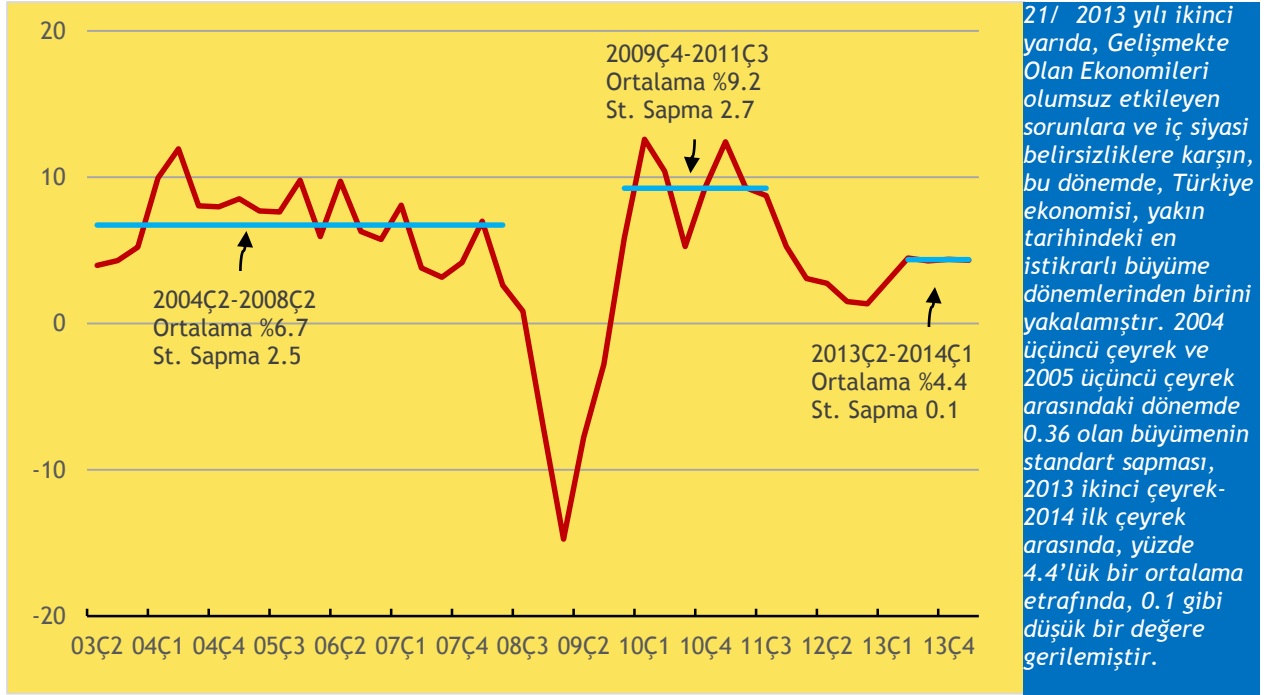
Talep göstergelerine ilişkin yukarıdaki tabloda, siyahtan kırmızıya olan renk geçişleri, olumsuzdan olumluya sıralamayı göstermektedir. Kırmızının, karşılaştırma yapılan dönemde, ilgili göstergenin mevcut verileri arasında görece daha olumlu seviyeleri, siyahın ise olumsuzları ifade ettiği ısı haritası, talep bileşenlerine ve GSYH büyümesine dair önemli işaretler ortaya koymaktadır. Özel tüketim ve yatırım, kamu harcamaları ve yatırım, dış talep ve stok göstergeleri olarak sınıflanabilen talep göstergelerinin GSYH büyüme hızı ile karşılaştırıldığı tablo, mevcut durum analizi (nowcast) ve gelecek dönem tahminlerine (forecast) katkı sağlayabilecek düzeyde sinyal içeriğine sahip gözükmektedir.

Bu bakış açısıyla, güncel tüketim göstergeleri, 2013 yılında güçlenen özel tüketimin, 2014 yılı ilk çeyrekte zayıfladığına ve ikinci çeyrekte de büyümeyi desteklemekte zorlanabileceğine işaret etmektedir. Özel kesim yatırım göstergeleri ise, 2013 ilk çeyrek sonrası canlanma eğilimi ortaya koyan bu kategorinin, 2014 yılı birinci ve ikinci çeyrekte güç kaybettiğini ortaya koymaktadır.

Tüketim ve yatırım talebinin büyümeye yeterince katkı sağlamadığı dönemlerde, GSYH büyümesini güçlendirmekte etkili olabilen kamu harcaması ve yatırımları, 2014 ikinci çeyrekte, ilk çeyreğe göre daha az destekleyici görünmektedir. Bu nedenle, ilk çeyrekte büyümeye katkı sağlayan ihracatın ikinci çeyrekteki gelişimi, yüzde 4'ler civarında bir büyüme patikası için önemli hale gelmiştir.

Toplam talep (GSYH) için olumlu sinyal (kırmızının tonları) sayısı ile GSYH büyüme arasında önemli ölçüde uyum görülen ısı haritasında, olumlu sinyal sayısının, 2014 birinci çeyrekte 5 olmasına rağmen, büyümenin yüzde 4.3 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmesi bu uyumu belirsizleştirmektedir. Diğer yandan, bu uyumun anlamlı olduğu düşünülürse, olumlu sinyal sayısının 2014 ikinci çeyrekte 10'nun altında kalması durumunda, büyümenin de bu dönemde yüzde 4 altında kalması beklenebilir. Özet olarak, özel tüketim ve yatırım göstergelerinin yeterince olumlu işaret sağlamadığı, 2014 ikinci çeyrekte, kamunun büyümeyi korumada yeterli olması zor gözükmekte ve büyümenin korunması için dış talep desteğine ihtiyaç duyulmaktadır.

## Büyüme



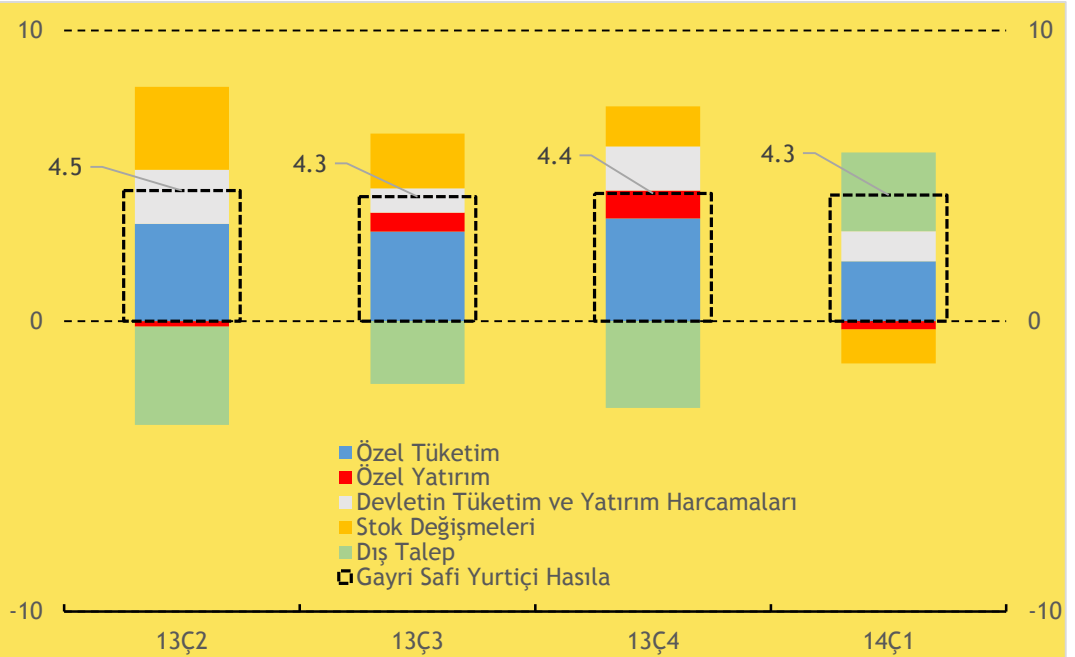
Gelişmekte olan ekonomilere ilişkin küresel risk algısının önemli ölçüde bozulduğu ve bu ülkelere yönelik sermaye akımlarında ani duruş ve çıkışların olduğu 2013 ikinci yarısı ve 2014 birinci çeyrekte, Türkiye de küresel dalgalanmadan kendi payına fazlasıyla almıştır. Ayrıca, Türkiye'nin iç siyasi belirsizlikleri ve makro politikada arayış süreci, küresel türbülansın etkilerini daha da belirgin hale getirmiştir. Bu etkilere karşı, 2013'ün son aylarında alınmaya başlanan, vergi, para politikası ve kredi tedbirleri, toplam talebi kısıtlayıcı yönde belirli ölçüde etkili olmuştur. Ancak, tüm bu sorunlara karşın, tam da bu dönemde, Türkiye ekonomisi, yakın tarihindeki en istikrarlı büyüme dönemlerinden birini yakalamıştır. 2004 üçüncü çeyrek ve 2005 üçüncü çeyrek arasındaki dönemde 0.36 olan büyümenin standart sapması, 2013 ikinci çeyrek-2014 ilk çeyrek arasında 0.1 gibi düşük bir değere gerilemiştir. Böylelikle, bu dönemde yıllık büyüme yüzde 4.4 etrafında dirençli ve istikrarlı bir patika ortaya koymuştur.

Dış dengenin ve borç dinamiklerinin sürdürülebilirliği açısından büyüme oranının uzun dönem ortalaması etrafında kısıtlanması ihtiyacı çerçevesinde, 2011 yılı son çeyrek ve 2013 ikinci çeyrek arasındaki dönemi dengeleme süreci olarak değerlendirmek mümkündür. Bu olumlu değerlendirmenin benimsenmesi halinde, cari dengeyi daha fazla bozmayacak, işsizliği ise belirli bir oranda tutabilecek istikrarlı bir büyüme patikasına erişilmesini, talep yönetimi ve makro politika açısından büyük bir başarı olarak addetmek gerekmektedir.

Konjonktürel tesadüfler zincirlemesi şeklinde oluşan bir büyüme hikayesi değil ise, cari açık ve enflasyon gibi iki temel dengesizlik arasına sıkışan bu dengeleme süreci ve ardından gelen istikrarlı büyüme patikası, büyük bir makro politika başarısı olarak değerlendirilmelidir. Elbette, bu bir politika başarısı ise, bu başarı için, sahip oldukları politika araçlarını ve uzmanlıklarını, yasaların tanımladığı bağımsızlık çerçevesinde kullanabilen otoritelerin ve eşgüdümünden sorumlu siyasilerin ayrıca kutlanması gerekmektedir. Türkiye ekonomisinde makro istikrar ve talep yönetimi açısından bu tür bir başarının, 2014 yılının geriye kalan dönemlerindeki rakamlarla da doğrulanması, Türkiye için, dış kırılganlıklara karşı direnç ve politika itibarı sağlayacaktır.

## Büyüme

22/ Yılın ilk çeyreğinde, dışarıda artan jeo-politik risklerin, içeride ise siyasi belirsizlik ve talebin kontrolünü hedefleyen politika önlemlerinin etkilerine rağmen, dış talep ve iç talep büyümeye pozitif ve dengeli biçimde katkıda bulunmuş ve büyüme, 2013 son üç çeyrekteki direncini korumuştur.



2014 yılı birinci çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH), yüzde 4,0 olan beklentilerin üzerinde, yıllık yüzde 4.3 büyümeye kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH büyümesi ise yüzde 1.7 olarak gerçekleşmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde, dışarıda artan jeo-politik risklerin, içeride ise siyasi belirsizlik ve talebin kontrolünü hedefleyen politika önlemlerinin etkilerine rağmen, dış talep ve iç talep büyümeye pozitif ve dengeli biçimde katkıda bulunmuş ve büyüme, 2013 son üç çeyrekteki direncini korumuştur.

İç talebin yüzde 4.3'lük büyümenin 2.8 puanını oluşturduğu söz konusu dönemde, hanehalkı tüketiminin büyümeye katkısı 2.1 puan, kamu tüketiminin katkısı ise 0.9 puan olmuştur. Tüketim büyümesinin oldukça gerisinde kalan yatırım harcamaları, 2014 yılı ilk çeyrekte bir önceki yıl aynı döneme göre küçülme gösterirken, yatırım harcamalarının büyümeye katkısı -0.1 olmuştur. Kamu yatırım harcamaları, büyümeye 0.2 puan pozitif katkı sağlarken, özel sektör yatırımlarının -0.3 puan düzeyindeki negatif yönlü etkisini dengelemiştir. Diğer yandan, yılın ilk çeyreğinde, stok değişimleri (istatistiki hata kalemi dahil) büyümeye -1.2 puan katkı yapmıştır. Böylelikle 2013 yılı son üç çeyrek boyunca devam eden "stoğa üretim" eğilimi sona ermiş ve 2014 ilk çeyrekte, talebin üretimden fazla olması nedeniyle "stoktan kullanım" gerçekleşmiştir.

2013 yılının son üç çeyreğinde 5.3 puan etrafında seyreden iç talep katkısının, 2014 yılı birinci çeyrekte 2.8 puana gerilemesi, dış talep katkısının, 2012 yılı son çeyreğinden bu yana ilk kez pozitif yönde olması sayesinde, önemli ölçüde tazmin edilebilmiştir. Avrupa ekonomilerindeki toparlanmanın giderek daha fazla hissedilir olması, AB dışı temel ihracat pazarlarındaki jeo-politik risk temelli kayıpların aşılmasında önemli bir faktör olarak gözükmemektedir. Bu dengeleme, mal ve hizmet ithalatındaki büyümenin önemli ölçüde yavaşlamasının da katkısıyla, dış talebin katkısını 2.7 puana yükseltmiştir.

GSYH rakamları üretim tarafından değerlendirildiğinde; 2014 yılı birinci çeyrekte, tarım sektörünün büyümeye katkısı 0.2 puan olurken, sanayi sektörünün 1.4 puan, inşaat sektörünün 0.3 puan, hizmetler sektörünün ise 2.5 puan katkı sağladığı gözlenmektedir.

23/ Ocak-Temmuz 2014 döneminde, enflasyonda hızlanma eğiliminin, “eğitim” ile “ulaştırma” grupları dışındaki tüm gruplarda belirgin bir seyir izlediği gözlenmektedir. Ayrıca, gruplar arası fiyat artışı sapmalarını gösteren standart sapma ölçütü, oldukça düşük seyreden değerleri nedeniyle, özellikle Temmuz 2014’te, ortak bir eğilim görünümünü destekler niteliktedir.

| TÜFE ve Alt Harcama Gruplarından Yıllık Enflasyon (Y/Y %) | 2014-01 | 2014-02 | 2014-03 | 2014-04 | 2014-05 | 2014-06 | 2014-07 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tüketici Fiyatları Endeksi ●                              | 7.8     | 7.9     | 8.4     | 9.4     | 9.7     | 9.2     | 9.3     |
| Gıda ve alkolsüz içecekler ●                              | 10.9    | 10.1    | 10.1    | 13.2    | 14.1    | 12.5    | 12.6    |
| Alkollü içecekler ve tütün ●                              | 3.9     | 3.1     | 3.1     | 3.1     | 3.0     | 2.9     | 5.1     |
| Giyim ve ayakkabı ●                                       | 4.1     | 5.6     | 7.3     | 7.6     | 8.0     | 8.5     | 10.1    |
| Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar ●              | 4.6     | 4.8     | 4.8     | 4.9     | 5.3     | 5.3     | 5.4     |
| Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri ●             | 6.4     | 6.8     | 7.6     | 8.8     | 8.9     | 9.2     | 9.3     |
| Sağlık ●  | 6.3     | 6.6     | 7.0     | 7.7     | 8.6     | 9.5     | 9.3     |
| Ulaştırma ●   | 12.0    | 12.7    | 13.7    | 13.8    | 13.1    | 12.0    | 10.3    |
| Haberleşme ●  | 0.6     | 0.6     | 0.9     | 0.9     | 0.3     | 0.4     | 1.3     |
| Eğlence ve Kültür ●                                       | 6.3     | 7.6     | 8.0     | 7.3     | 7.0     | 5.9     | 8.8     |
| Eğitim ●  | 10.0    | 9.9     | 10.0    | 10.4    | 9.6     | 9.3     | 9.0     |
| Lokanta ve oteller ●                                      | 10.7    | 11.7    | 12.5    | 12.5    | 12.9    | 13.2    | 13.7    |
| Çeşitli mal ve hizmetler ●                                | 3.0     | 4.3     | 5.3     | 6.1     | 7.0     | 7.7     | 8.8     |
| Standart Sapma  | 3.6     | 3.6     | 3.7     | 4.0     | 4.1     | 3.9     | 3.4     |

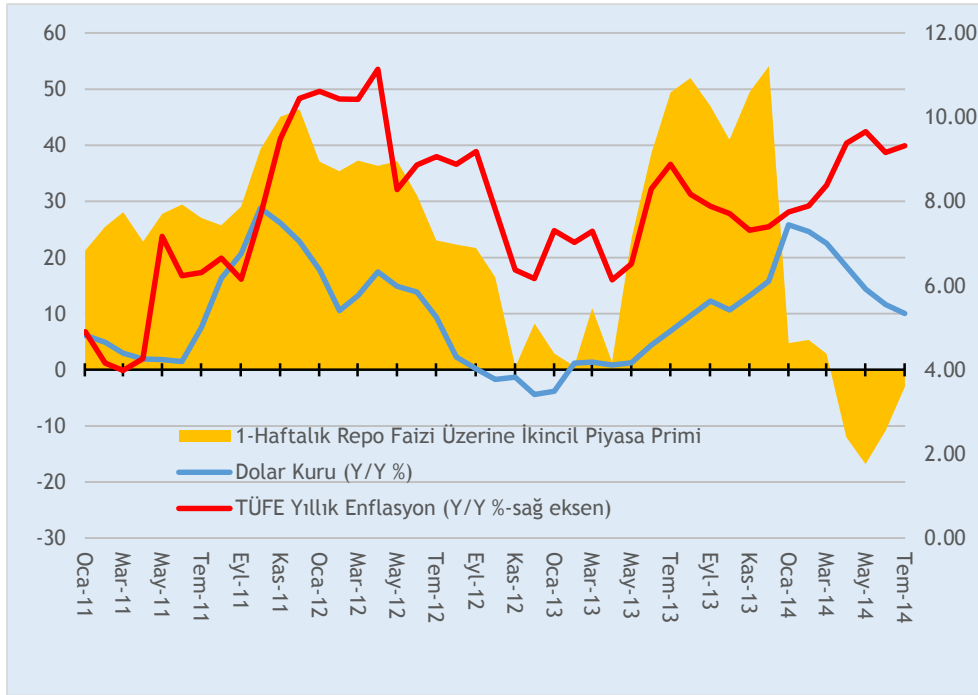
2014 yılının ilk yarısında tüketici fiyatları yılbaşına göre yüzde 5.7 artarken, 2013 Aralık-2014 Mayıs döneminde kesintisiz artış gösteren yıllık manşet enflasyon, Haziran 2014’te az da olsa ilk kez yavaşlamış, ancak Temmuz ayında yeniden ivme kazanmıştır.

Yıllık enflasyonu alt harcama grupları itibarıyla incelemek üzere oluşturulan “ısı haritası”, Nisan ve Temmuz arasındaki dönemde, fiyat artışlarının alt gruplar genelinde giderek artan yaygınlığını ortaya koymaktadır. Siyah ve kırmızı arasındaki renk geçişlerinin, haritanın kapsadığı dönemde, her bir grup için düşükten yükseğe sıralamaları temsil ettiği yapıda, enflasyonda hızlanma eğiliminin, “eğitim” ile “ulaştırma” grupları dışındaki tüm gruplarda belirgin bir seyir izlediği gözlenmektedir. Ayrıca, gruplar arası fiyat artışı sapmalarını gösteren standart sapma ölçütü, oldukça düşük seyreden değerleri nedeniyle, özellikle Temmuz 2014’te, ortak bir eğilim görünümünü destekler niteliktedir.

Tüketici fiyat enflasyonu açısından bir diğer dikkat çekici gelişme, enerji, gıda ve alkolsüz içkiler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç tutularak hesaplanan çekirdek enflasyonda (I Endeksi) gözlenmektedir. Temel çekirdek enflasyon göstergelerinin başında gelen I Endeksi artış hızı, emtia fiyatlarında yüksek artışların yaşandığı 2007 yılının Mart ayından bugüne, yüzde 9.77 ile Nisan 2014’te en yüksek seviyesine ulaşmıştır. I Endeksi kapsamındaki yıllık enflasyon, Temmuz 2014’te ise, yüzde 9.75 ile, TÜFE ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2014 yılı üçüncü “Enflasyon Raporu”nda, enflasyonun, yıl sonunda yüzde 70 ihtimalle orta noktası yüzde 7,6 olmak üzere yüzde 6,7 ile yüzde 8,5 aralığında gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. Yılın ikinci raporunda, 2014 Ocak raporuna göre 1 puan yukarı revize edilen tahmin orta noktasının, üçüncü raporda sabit tutulması, enflasyonun düşeceği yönündeki beklentilerin somut özeti niteliğindedir.

## Fiyat İstikrarı



24/ Politika faiz oranlarının, piyasa faiz oranlarına tepki vermesi, enflasyon hedeflemesi açısından önemlidir. 2014 yılı Ocak ayında, Para Piyasası Kurulu ara dönem toplantısında alınan kararlar sonucu, piyasada oluşan risk primlerine tepki verilmesi, Türk Lirası üzerinden gözlenen risk algısını kısa sürede düzeltmiştir. Kur geçişkenliği nedeniyle, bu tepkinin enflasyona yansımaları 3 aydan fazla sürse de, TL'deki değer kaybının kısıtlanması ve ekonomi geneline "sıkı politika" sinyalleri gönderilmesi, belirli bir dönem sonra enflasyonu yavaşlatmaktadır.

Temmuz "Enflasyon Raporu", yılın ilk yarısında, enflasyonun ivme kazanmasında kuraklığın ve buna bağlı olarak yurtiçi gıda fiyatlarındaki artışın etkisine dikkat çekerken, döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin azalmaya başladığını belirtmektedir. Raporda ayrıca, çekirdek göstergelerdeki yükselişin durduğu ve sıkı para politikasının, enflasyon beklentilerini kontrol altında tutacağı ifade edilmektedir.

Raporda işaret edildiği gibi, enflasyon hedeflemesi ve hedef çerçevesinde beklentilerin kontrol altında tutulması açısından, para politikası ve maliye politikası büyük önem taşımaktadır.

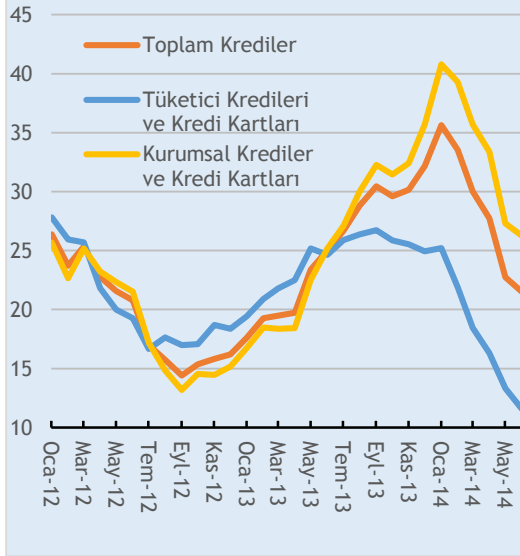
Bu açıdan bakıldığında, politika faiz oranlarının, piyasa faiz oranlarına tepki vermesinin veya TCMB'nin ifadesiyle "getiri eğrisinin yatay tutulmasının" önemine dikkat çekmekte fayda olacaktır. 2014 yılı Ocak ayında, Para Piyasası Kurulu ara dönem toplantısında alınan kararlar sonucu, piyasada oluşan risk primlerine tepki verilmesi, Türk Lirası üzerinden gözlenen risk algısını kısa sürede düzeltmiştir. Kur geçişkenliği nedeniyle, bu tepkinin enflasyona yansımaları 3 aydan fazla sürse de, TL'deki değer kaybının kısıtlanması ve ekonomi geneline "sıkı politika" sinyalleri gönderilmesi, belirli bir dönem sonra enflasyonu yavaşlatmaktadır.

Ocak 2014'te olduğu gibi bir seferde önden yüklemeli politika tepkisinin söz konusu olmadığı 2011 yılı sonunda ise, izleyen aylarda dış koşulların desteğiyle, dış finansmanın kolaylaşması ve TL'nin değer kazanmaya başlaması, TL üzerindeki baskının gelişimine paralel şekilde, piyasadaki risk priminin azalmasına yardımcı olmuştur.

2014 yılı Nisan-Temmuz döneminde ikincil piyasa ve politika faizi arasındaki negatif yönlü farkın giderek daralması ve Temmuz ayında aylık enflasyon oranındaki sıçrama dikkate alındığında, enflasyonda düşüş eğilimi belirginleşmeden ve dış koşullar yeterince destekleyici duruma gelmeden, iç talep için alan yaratılmasının enflasyon hedefine yaklaşmayı zorlaştıracak anlaşılmaktadır. Diğer yandan, kamu maliyesinin de, "gevşetici" olmayan "disiplinli" politika duruşu benimsenmesi, para politikasının etkililiği ve enflasyonla mücadele için önem arz etmektedir.



25/ Önlemlerin yürürlüğe girmesiyle, tüketici kredileri ve kredi kartları yıllık artış hızı, 2014 yılı ilk yarıda, yüzde 12'ye gerilemiştir.



| Seçilmiş Göstergeler                           | 2012  | 2013  | 2014  |       |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  |       |       | Oca.  | Şub.  | Mar.  | Nis.  | May.  | Haz.  |
| Vadesiz Mevduat / Toplam Mevduat               | 17.9  | 18.7  | 17.6  | 17.4  | 18.1  | 18.3  | 17.5  | 19.3  |
| Toplam Krediler / Toplam Mevduat               | 103.0 | 110.7 | 111.5 | 112.0 | 112.9 | 112.3 | 114.6 | 115.3 |
| Net Faiz Marjı                                 | 4.1   | 4.3   |       |       | 3.7   |       |       |       |
| Dönem Net Kârı (Zararı) / Ortalama Özkaynaklar | 15.0  | 14.7  | 13.8  | 13.6  | 13.3  | 12.8  | 12.6  | 12.5  |
| Takipteki Alacaklar (Brüt) / Toplam Krediler   | 2.9   | 2.8   | 2.8   | 2.9   | 2.9   | 2.9   | 2.9   | 2.8   |
| Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu           | 17.9  | 15.3  | 15.0  | 15.4  | 15.7  | 16.1  | 16.3  | 16.3  |

26/ Sektörde karlılığın azalması, mevduatın krediye dönüşümünde yüzde 100'ün üzerine çıkılmış olması gibi yapısal sorunlara rağmen, bankacılık sektörü 2014 yılı ilk yarıda iyi sermayelendirilmiş durumunu korumaktadır.

Kredi kartları ve kredilere ilişkin olarak BDDK tarafından hazırlanan makro-ihtiyati tedbir kapsamındaki mevzuat değişiklikleri, 31 Aralık 2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Yönetmelik hükümlerine göre, 1 Şubat 2014 tarihinde yürürlüğe giren tedbirler, genelde tüm harcama grupları için kredi kartı ile taksitlendirme süresinin sınırlandırılması ile bazı harcama grupları için tamamen engellenmesini; tüketici kredilerinde ise kredi teminat oranları ile vadelerin azaltılmasını amaçlamaktadır.

Önlemlerin yürürlüğe girmesiyle, 2013 yılı son çeyrekte cari fiyatlarla yüzde 25 olan tüketici kredileri ve kredi kartları yıllık artış hızı, 2014 yılı ilk çeyrekte, yüzde 18'e gerilemiştir. Asıl yavaşlama ise 2014 yılı ikinci çeyrekte olmuş ve yıllık artış hızı, yüzde 12'ye düşmüştür. Kurumsal krediler ve kredi kartlarındaki ivme kaybı, alınan önlemlerin hedeflediği gibi, görece daha azdır. Kurumsal krediler ve kredi kartlarının yıllık artış hızındaki yavaşlamanın kısıtlı kalması neticesinde, toplam kredi hacmi artışı yüzde 20'ler seviyesinde tutunmuş gözükmektedir.

Ekonomide bankacılık sektörü yardımıyla denge arayışları ve bu amaçla uygulanan makro- ihtiyati önlemler, bankacılık sektörü kârı üzerinde etkili olmaktadır. Sektörün özkaynak kârlılığı, oldukça düzenli bir eğilimle, 2012 yılı sonunda yüzde 15'ten, 2014 Haziran ayında yüzde 12.5'e gerilemiştir.

Para politikası tedbirlerinin, net faiz marjı üzerinde önemli yansımaları olmaktadır. 2014 yılı Ocak ayı sonunda politika faiz oranlarının yükseltilmesi sonrasında, 2014 ilk çeyrekte, net faiz marjı yüzde 3.7 puana düşmüştür.

Vadesiz mevduatın, vadeli mevduata oranı, 2012'den bugüne yüzde 18 etrafında seyretmektedir. Buna karşılık, mevduatın krediye dönüşüm oranı, 2012 yılı sonunda yüzde 103 iken Haziran 2014'te, yüzde 115.3'e yükselmiştir.

Sektörde karlılığın azalması, mevduatın krediye dönüşümünde yüzde 100'ün üzerine çıkılmış olması gibi yapısal sorunlara rağmen, bankacılık sektörü 2014 yılı ilk yarıda iyi sermayelendirilmiş durumunu korumaktadır.

## Riskler ve Fırsatlar

### Riskler

- Küresel ekonomi açısından risklerin en başında, küresel likidite bolluğunun neden olduğu “risklerden habersiz, halinden memnun olma” durumu gelmektedir. 2013 yılının ikinci yarısında kırılgan ülke sıralamaları, 2014 yılında yeniden büyüme sıralamalarına dönüşmüştür. Hemen her türlü riskli, standart altı varlık piyasalarda alıcı bulabilmekte, birbirinden tamamen farklı değerlemelere sahip olması gereken ülkeler, şirketler ve diğer finansal varlıklar; benzer fiyatlamalara konu olmaktadır. Bu “kendinden hoşnut” hali bozabilecek, Fed’in çıkış stratejisi değişikliği, gelişmiş ekonomilerin hisse senedi piyasalarında büyük ölçekli düzeltmeler gibi riskten kaçış sinyalleri, başta Türkiye ve gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere dünya ekonomisi için büyük bir risk yaratmaktadır.
- Ekonomik anlamda önemli diğer bir küresel risk “uzun dönemli durgunluk” riskidir. Larry Summers tarafından ortaya atılan bu kavram, Richard Koo’nun “bilanço resesyonu” ve Robert J. Gordon’un “inovasyonun sonu” kavramları ile örtüşen unsurlara sahiptir. Başta Avro Bölgesi, İngiltere ve Japonya olmak üzere toparlanmanın sağlanamaması ve düşük büyüme-düşük enflasyon açmazının devam etmesi halinde, Avrupa Birliği’nin dağılması, bu ekonomilerde ekonomik sorunların siyasi sorunlara dönüşmesi dünya ekonomisi için büyük bir tehdit oluşturmaktadır.
- Gelişmiş ekonomilerde toparlanmanın sağlanamaması durumunda, gelişmekte olan ekonomilerde de başgösteren düşük büyüme eğiliminin, bu ekonomilerin kırılganlıklarını belirginleştirmesi, dünya ekonomisi için önemli bir başka risk unsuru olacaktır.
- Diğer önemli bir küresel risk alanı jeo-politik gelişmelerdir. Rusya’nın Ukrayna müdahalesi sonrası, ABD, AB, Rusya arasında oluşan politik sorunlar, enerji sektörü başta olmak üzere küresel ekonomi için önemli riskler oluşturmaktadır. Diğer yandan, Orta Doğu’da her geçen gün artan gerilim ve derinleşen savaş ortamı, komşu ülke olma ve bağları nedeniyle başta Türkiye olmak üzere, dünya ekonomisini tehdit eder hale gelmiştir.
- Türkiye ekonomisi için yerel risklerin başında, olasılığı düşük olmakla birlikte, 2014-2015 seçim döngüsünün iç siyasi belirsizlikleri artırması gelmektedir.
- Diğer yandan, para ve kamu maliyesi alanlarında, “doğru politika”nın siyasi önceliklerle göz ardı edilmesi olasılığı önemini korumaya devam etmektedir. Özellikle siyaset ve seçim döngülerinin, Türkiye’nin en önemli sorunlarından biri olan enflasyonla mücadeleyi zorlaştırması ihtimali, Türkiye ekonomisi açısından politika itibarını zayıflatacak ve ekonominin kırılganlıklarını artıracaktır.
- İç siyasi belirsizliklerin Cumhurbaşkanlığı Seçimi sonrasında azalmasına bağlı olarak, Türkiye ekonomisine güçlü sermaye girişleri olması ve bunun sonucunda reel kur değerlendirirken, özel tüketim ve yatırım kaynaklı güçlü talep genişlemeleri oluşması, talebin kontrolü ve dengelenmesi için yeni politika arayışları gerektirecektir. Kaldıraçlı talep genişlemesinin kontrol edilemediği durumlarda, kaldıraç azaltma amaçlı gecikmeli ancak kısa sürede sonuç vermesi beklenen güçlü politikaların, belirli ölçüde “dur-kalk döngüsü” yaratma riski mevcuttur.

**Fırsatlar**

- Fed Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC)’nin Temmuz ayı toplantısında, tapering sürecinde ve faiz artırımına ilişkin takvimde beklenenden farklı bir değişikliğe gitmemiştir. Sürdürülebilir borçlanma dinamikleri gereği, reel faizlerin, büyüme oranının altında seyretmesi ihtiyacı, mevcut ABD enflasyon ve büyüme oranları karşısında, kısa sürede faiz artırımlarını güçleştirmektedir. Küresel risk iştahı ve likidite için bir “sinyal” niteliği taşıyan faizlerin, bir süre daha artmayacak olması, gelişmekte olan ekonomiler için kısa süreli de olsa önemli bir fırsat teşkil etmektedir.
- Gelişmekte olan ekonomiler başta olmak üzere dünya genelinde riskli varlıklara yönelik risk iştahındaki artış, GOE’lere ve Türkiye’ye dış kaynak temini ve yapısal reformlar için zaman ve alan yaratma anlamında fırsat sunmaktadır.
- 2014 yılı Cumhurbaşkanlığı Seçimleri sonrası siyasi belirsizliklerin azalması, Türkiye’nin riskli varlıklara olan küresel yönelimden daha fazla pay almasını sağlayacaktır. Özellikle, “büyümeye yatırım” şeklindeki hisse senedi portföy hareketlerinin Türkiye’nin büyüme hikayesini benimsemesi, Borsa İstanbul’un ve İstanbul Finans Merkezi’nin gelişimi için önemli bir fırsat oluşturacaktır.
- Son dört çeyrek boyunca istikrarlı bir patikaya oturan büyüme, küresel sorunlara, iç siyasi belirsizliklere, dış denge ve fiyat istikrarı sorunlarına karşın direncini korumaktadır. Büyüme yüzde 4 etrafındaki direnci korunurken, enflasyon ve cari açık sorunlarında iyileşme sağlanması, Türkiye’nin makro politika itibarını artıracak ve kırılganlıklarını azaltacaktır.

| Senaryo/Tahmin   | Değişkenler                         | 2014<br>(Tah.) | 14Ç1<br>(Gerç.) | 14Ç2<br>(Tah.) | 14Ç3<br>(Tah.) | 14Ç4<br>(Tah.) | 2015Ç1<br>(Tah.) |
|--|-------------------------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Senaryo<br>Varsayımları  | Kamu Harcamaları<br>(reel Y/Y %)    | 8.1            | 8.6             | 7.0            | 9.0            | 8.0            | 9.0              |
|  | Kamu Yatırımları<br>(reel Y/Y %)    | 7.3            | 4.1             | 7.0            | 8.0            | 9.0            | 1.0              |
|  | Reel Kur (Y/Y %)                    | -2.7           | -15.1           | -8.2           | 4.7            | 9.3            | 2.9              |
|  | Euro Bölgesi Büyüme<br>(Reel Y/Y %) | 1.2            | 0.9             | 1.0            | 1.3            | 1.6            | 1.7              |
| TÜSİAD<br>Tahminleri<br>(Sabit Fiyatlarla<br>Y/Y Yüzde<br>Değişim) | Özel Tüketim                        | 1.6            | 2.9             | 1.0            | 0.3            | 2.2            | 3.6              |
|  | Özel Yatırımlar                     | -3.2           | -1.3            | -5.5           | -6.4           | 0.4            | 3.1              |
|  | İthalat                             | 1.5            | 0.8             | -1.3           | 0.1            | 6.5            | 7.2              |
|  | İhracat                             | 7.8            | 11.4            | 5.5            | 7.1            | 7.5            | 5.1              |
|  | Büyüme                              | 3.4            | 4.3             | 2.7            | 2.5            | 4.3            | 4.2              |

2014 son üç çeyrek ve 2015 yılı ilk çeyreğe ilişkin TÜSİAD tahminleri, “temel senaryo”da tanımlanan varsayımlar dikkate alınarak, TÜSİAD Makro Modeli kapsamında üretilmiştir. “Temel senaryo”da, 2014 yılında ve 2015 ilk çeyrekte gelişmiş ekonomilerde toparlanma eğilimlerinin devam edeceği, dünyada yeni jeo-politik riskler oluşmayacağı, Türkiye’de siyasi belirsizliklerin 2014 Cumhurbaşkanlığı seçimleri sonrasında önemli ölçüde kısıtlanacağı ve bu süreçte önemli iktisadi politika hataları yapılmayacağı değerlendirilmektedir.

Tahminlere esas olan temel senaryo kapsamında, Euro Bölgesi’nin, IMF tahminleri de dikkate alınarak, 2014Ç2-2015Ç1 döneminde giderek artan bir eğilimle toparlanma göstereceği varsayılmaktadır. Önemli bir diğer senaryo varsayımı ise, kamu yatırım ve tüketim harcamalarının, gelecek dört çeyrekte seçim döngüsüyle uyumlu ve mevcut hızlarına yakın oranlarda artacağı yönündedir. Ayrıca, temel senaryoda, ilk iki çeyrekte para politikası önlemlerinin, azalan siyasi belirsizliklerin ve toparlanan küresel risk iştahının etkisiyle değer kayıplarının yavaşladığı reel kurun, tahmin döneminin son üç çeyreğinde (2014 üçüncü ve dördüncü çeyrek ile 2015 ilk çeyrek) değerleneceği varsayılmaktadır.

Söz konusu bu varsayımlar altında, TÜSİAD Makro Modeli kullanılarak yapılan senaryo analizleri ve tahminler, “temel senaryo” dahilinde Türkiye ekonomisinin 2014 yılında %3.4 oranında büyüyeceğini öngörmektedir. TÜSİAD’ın Türkiye Ekonomisi 2014 Raporu kapsamında yılın başında geliştirdiği tahminle aynı olan bu rakam, çeyrek dönemler itibarıyla yapılan tahminlerin de aynı sonucu vermesi nedeniyle revize edilmemiştir.

2014 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde, özel tüketimdeki zayıf artışlar ve özel yatırımlardaki düşüşler nedeniyle, yüzde 3 altında kalacağı tahmin edilen GSYH büyümesinin, 2014 son çeyrekte yüzde 4.3, 2015 ilk çeyrekte ise yüzde 4.2 oranında olacağı tahmin edilmektedir. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde ithalatın önce azalacağı, sonra çok küçük bir artış göstereceği öngörüldüğü için, ihracatta tahmin edilen artışlar dış talebin katkısını pozitif bölgede tutmaktadır. Geliştirilen senaryo ve tahminlere göre, yılın son çeyreğinde ve 2015 ilk çeyrekte reel kurun değerlendirilmesi, özel tüketim ve yatırım harcamalarında artışa yol açmakta, ithalatın ihracattan daha yüksek hızlarda gelişmesi ise dış talebin katkısını yeniden negatif bölgeye itmektedir.