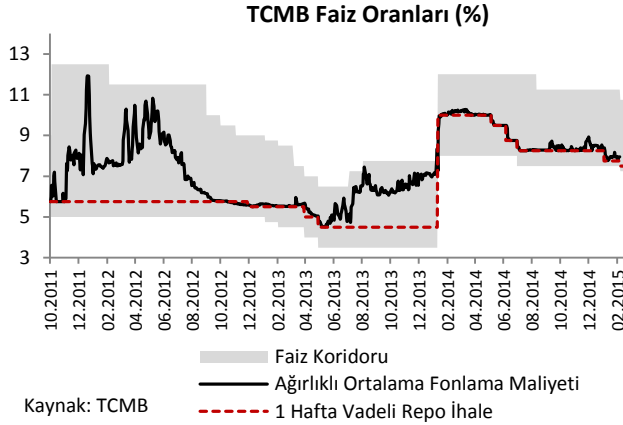


**TCMB, faiz oranlarında indirim gitti.**

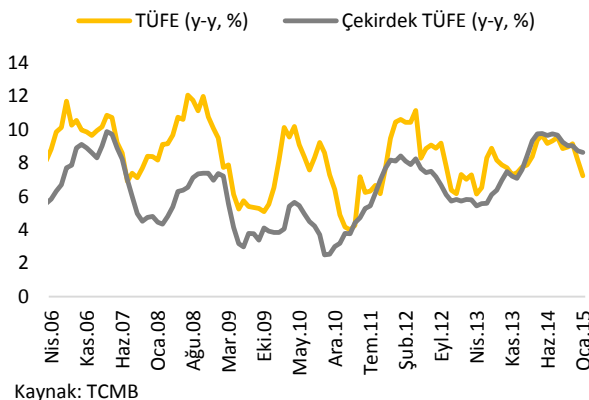
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 24 Şubat'taki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarında indirim gitti. Piyasada faiz indirimi beklense de her üç faiz oranında da indirim gidilmesi genel olarak beklenmiyordu. Raporumuzun bu kısmında TCMB kararını inceleyeceğiz.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Şubat ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama oranını 50 baz puan indirerek %10.75'e, politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını 25 baz puan indirerek %7.5'e, faiz koridorunun alt bandını da 25 baz puan indirerek %7.5'e çekti. Ayrıca TCMB, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını da %10.75'ten %10.25'e indirdi. TCMB %0 seviyesindeki geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde

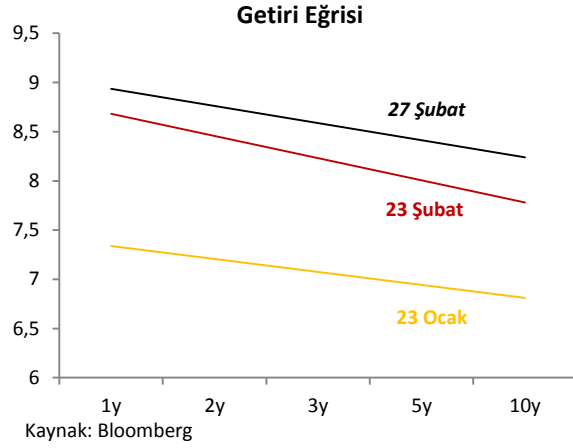
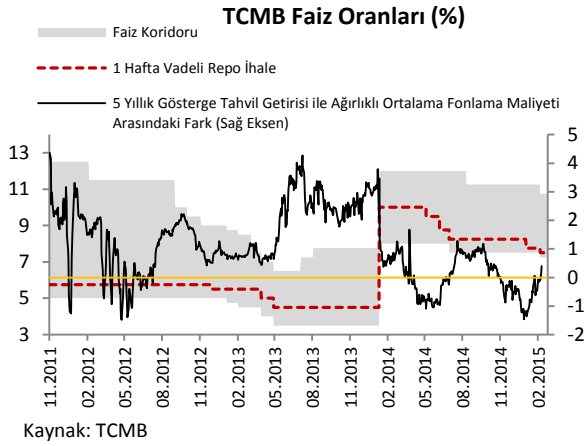
Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00-17:00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranını sabit bırakırken, %12.75 seviyesinde olan borç verme faiz oranı ise 50 baz puan aşağı çekti. TCMB, bu toplantıda zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon katsayılarında da herhangi bir değişikliğe gitmedi. Piyasada genel olarak TCMB'nin bu toplantıda faiz indirimine devam etmesi bekleniyordu. Ancak faiz indiriminin tutarı ve indirim gidecek faiz oranları konusunda ortak bir beklenti yoktu.

TCMB, Şubat ayı Para Politikası Kurulu toplantısı sonrasında yayımladığı notta, bir önceki toplantıya nispeten söylemlerinde bazı değişikliklerde bulundu. Kurul, bu ayki notunda geçen aydan farklı olarak başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüşün enflasyonun seyri üzerindeki etkisine yaptığı vurguyu yinelemiyor. Bunun nedenini ise küresel petrol fiyatlarındaki düşüşün yurtiçi akaryakıt fiyatlarına da düşüş olarak yansımalarının Şubat ayında terse dönmesi ve benzin fiyatlarında yapılan zamların enflasyona artış yönlü katkı sağlaması olarak ifade edebiliriz. Önceki toplantıda enflasyonun 2015 yılının ortalarında hedefle uyumlu seviyelere geleceğini söyleyen Kurul'un, bu toplantıda aynı söyleme yer vermediğini görüyoruz. Bu durumda Haziran ayına kadar baz etkisiyle düşmeye devam edeceği düşünülen enflasyon için TCMB'nin de bizim beklentimizi teyit eder nitelikte enflasyonun Şubat ayında kısa süreliğine yıllık bazda artış göstereceği beklentisinde olması etkili olmuş olabilir. Biz Şubat ayında artan gıda ve ulaştırma grubu fiyatlarının etkisiyle enflasyonun aylık bazda %0.81 artacağını ve yıllık bazda da yükseleceğini düşünüyoruz. Öte yandan Kurul Ocak ayı toplantı notundan farklı olarak bu ay, çekirdek enflasyondaki düşüşün devam edeceğine dikkati çekiyor. TCMB'nin çekirdek enflasyondaki düşüşün devam edeceğini öngörmesi, Şubat ayı enflasyonunda yükseliş yaşansa bile bunun kısa süreli olacağına ve enflasyondaki aşağı yönlü trendin bozulmayacağına işaret ediyor. Ayrıca kurul bu toplantıda faiz oranlarındaki indirimin ölçülü tutulmasına gerekçe olarak da gıda ve enerji fiyatlarındaki artan oynaklığı gösterdi.



Ocak ayında yıllık bazda enflasyonda küresel petrol fiyatlarındaki düşüşün yurtiçi akaryakıt fiyatlarına yansımaları ve baz etkisinin katkısıyla belirgin bir düşüş yaşanmıştı. Ancak gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyonda ise düşüş, manşet enflasyonla karşılaştırıldığında sınırlı kalmıştı. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi Şubat ayında ise enflasyonun olumsuz hava koşulları nedeniyle artan gıda fiyatları

ve yurtiçi akaryakıt fiyatlarına yapılan zamlar sonucu yıllık bazda yükseleceğini düşünuyoruz. Bununla birlikte TCMB'nin de toplantı notunda yer verdiği gibi çekirdek enflasyondaki düşüşün ise devam etmesi olası görünüyor. Manşet enflasyonda yükseliş yaşansa bile TCMB tarafından takip edilen çekirdek enflasyonda düşüşün sürmesi, enflasyon gelişmeleri açısından olumlu algılanacaktır.



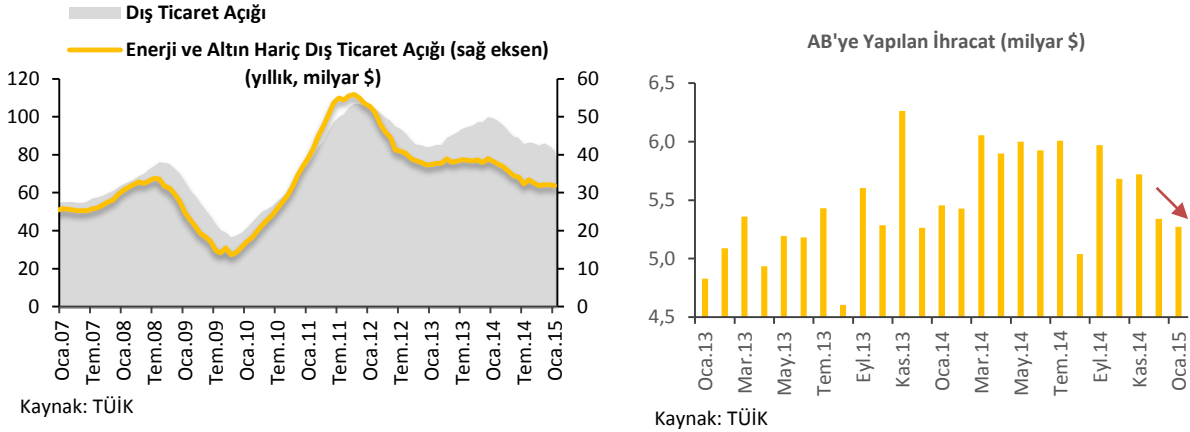
TCMB, bu ayki notta da enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki temkinli duruşunu sürdürüleceğini belirtti. Toplantının ardından getiri eğrisinde, toplantı öncesine göre karşılaştırıldığında bir miktar yatıklaşma olduğu, bununla birlikte 20 Ocak tarihli toplantı sonrasında ise eğrinin daha yataya yakın gerçekleşmiş olduğu görülüyor. TCMB'nin yakından takip ettiği 5 yıllık yurtiçi gösterge tahvil getirisi ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasındaki fark 24 Şubat'taki toplantıdan önce negatif seyreliyor ve TCMB'nin faiz indirimine gidebileceğine işaret ediyordu. Ancak aradaki farkın toplantıdan sonra pozitifte döndüğü ve 0.4 puana kadar yükseldiği dikkat çekiyor. TCMB'nin geçmiş dönemlerdeki faiz indirimleri incelendiğinde, söz konusu iki faiz oranı arasındaki farkın negatif seyrettiği veya düşmeye başladığı dönemlerde merkez bankasının faiz indirimine gittiği görülüyor. Son dönemde iki faiz oranı arasındaki farkın pozitifte dönmüş olması TCMB'nin faiz indirimi kararı üzerinde baskıya neden olabilir.

Sonuç olarak TCMB Şubat ayı toplantısında hem politika faiz oranında hem de faiz koridorunun alt ve üst bandında indirim gitti. Yarın açıklanacak Şubat ayı enflasyon rakamlarıyla birlikte beklentimiz doğrultusunda enflasyonun düşüş seyrinde bir duraklama yaşanır ve yılsonu veya 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinde de bir yükseliş gerçekleşirse, TCMB'nin olası faiz indirimleri üzerinde bir sınırlamaya neden olabilir. Ayrıca ABD'de son dönemde açıklanan verilerin beklentilerden iyi gelmesi ve tahvil faizlerinde yükselişe neden olması da TCMB'nin faiz indirimleri üzerinde baskı oluşturabilir. Ayrıca getiri eğrisinin bir önceki toplantıdan sonra daha yatık gerçekleşmiş olması ve 5 yıllık gösterge tahvil getirisi ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasındaki farkın pozitifte dönmesi de faiz indirimleri üzerindeki baskıyı artırabilir gibi görünüyor. Ancak TCMB'nin bu ayki notta çekirdek enflasyondaki düşüşün devam edeceğini öngördüğünü belirtmesi, faiz indirimlerine devam edebilme konusunda açık kapı bıraktığını gösteriyor. Bunun yanı sıra ABD para politikası açısından önem arz eden ve Cuma günü açıklanacak istihdam verilerinin beklentilerden kötü gelmesi ve yurtiçi ortamın da izin vermesi durumunda TCMB, özellikle bantlar üzerinden faiz indirimlerine devam edebilir.

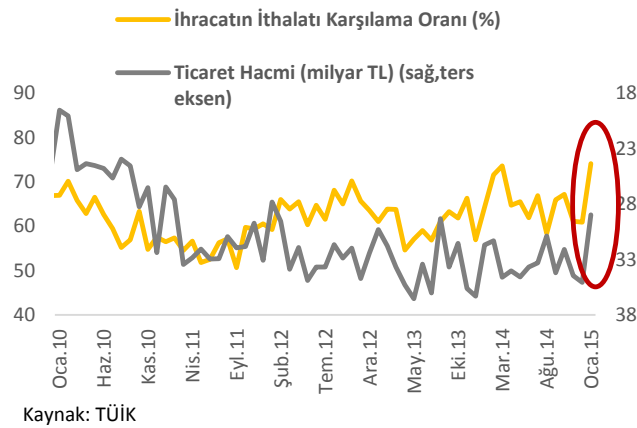
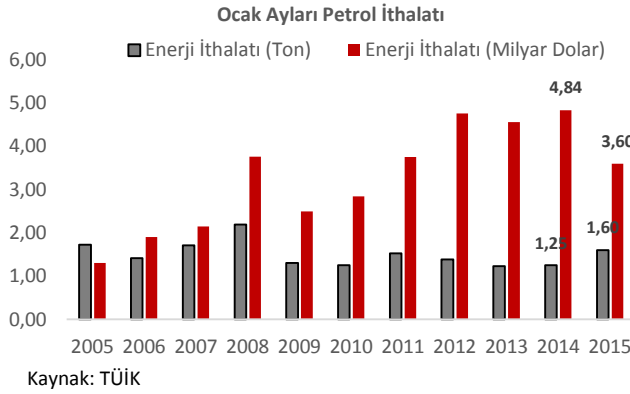
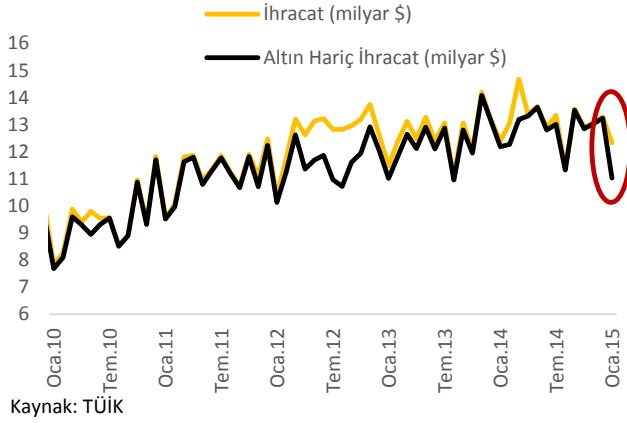
## Dış ticaret açığı Ocak ayında gerileyen ticaret hacminin etkisi ile 4.3 milyar dolar ile beklentilerin altında açıklandı.

2015 yılının ilk ayında gerileyen ihracat ve ithalat kalemlerine paralel olarak dış ticaret açığı da daralma gösterdi. İhracatta parite etkisi ile görülen gerilemeyi altın ihracatında yaşanan sert artış sınırlasa da ekonomik aktiviteye ilişkin zayıflama sinyali olarak algılandı. İthalat tarafında ise, hem ticaret hacmindeki gerilemenin hem de petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisi ile gerileme yaşandı. Böylelikle ihracatın ithalatı karşılama oranı da %74.1 ile Ekim 2009'dan bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşmiş oldu. Tüm bu gelişmelerin detaylarını aşağıdaki raporumuzda inceleyeceğiz.

TÜİK tarafından açıklanan verilere göre, Ocak ayında dış ticaret açığı 2014 yılının aynı dönemine göre %37.5 azalarak 4.3 milyar dolar ile 5 milyar dolar olan beklentimizin altında açıklandı (piyasa beklentisi: 4.7 milyar dolar). Böylece 2014 yılını 84.5 milyar dolar seviyesinde tamamlayan 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı 2015 yılının ilk ayında 82 milyar dolar seviyesine geriledi. Ocak ayında geçen yılın aynı dönemine göre %0.6 azalarak 12.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen ihracat beklentimize paralel açıklandı. İthalat ise geçen yılın aynı dönemine göre %13.7 azalarak 16.6 milyar dolar ile beklentimizin altında gerçekleşti. 2014 yılında %3.8 artış kaydeden ihracatın 2015 yılının ilk ayında gerilemesinde, sert hava koşullarının neden olduğu işgünündeki azalma ve EUR/USD paritesinde yaşanan düşüş ile AB'ye yapılan ihracatımızın gerileme yaşamaya etkili oldu. Bahsettiğimiz sebepler ihracata negatif etkide bulunurken altın ihracatının aylık bazda 1.25 milyar dolar artış kaydetmesi toplam ihracattaki düşüşü sınırlandırdı. Öte yandan, altın hariç ihracatta sert bir gerileme yaşanmış olması sanayi üretimi, kapasite kullanım oranının da işaret ettiği gibi ekonomik aktiviteye ilişkin zayıflama sinyali olarak algılandı.



Ocak ayında yıllık dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %17.6 oranında gerileyerek 2014 yılının Ocak ayında başlayan toparlanmasını sürdürdü. 12 aylık kümülatif enerji ve altın hariç dış ticaret açığı ise, Ocak ayında bir önceki yılında aynı dönemine göre %16.8 azaldı. Geçtiğimiz son iki ay hafif artış yaşayan yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç dış ticaret açığı 2015 yılının ilk ayında tekrar iyileşme göstererek 2014 yılı Ekim ayı seviyesi olan 31.9 milyar dolara geriledi. Yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç dış ticaret açığının Ocak ayında yaşadığı düşüşe rağmen son 5 aydır toparlanma eğiliminin yavaşladığını ve yatay bir seyir izlediğini görüyoruz.



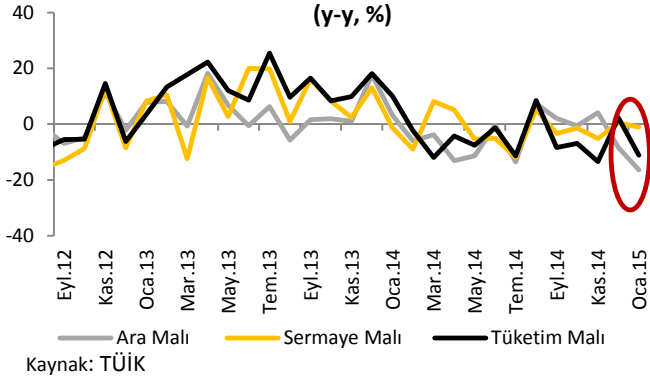
gerçekleşmiş oldu. Ticaret hacmindeki düşüşün etkisi ile ithalatta da gerileme yaşanması ihracatın ithalatı karşılama oranında sert artış görmemize sebep oldu. Ocak ayında ihracatın ithalatı karşılama oranı %74.1 ile Ekim 2009'dan bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşti.

Ocak ayında paritedeki gerilemenin etkisi ile ihracatımızda görülen gerilemeyi altın ithalatında yaşanan sert artış sınırlandırmış olsa da, altın hariç ihracat performansımıza baktığımızda bir yavaşlama olduğu dikkat çekiyor. Ocak ayında sanayi üretimi ve kapasite kullanımı gibi büyümeye ilişkin öncül göstergelerde de bir düşüş yaşanması ekonomik aktivitede bir yavaşlama sinyaline işaret ediyor. Ancak bunun gerçekleştiğini söyleyebilmek için bu durumun süreklilik kazanıp kazanmadığı gelecek aylarda da takip edilmeli.

Ocak ayında petrol ithalatı miktar bazında yıllık olarak artarken, enerji ithalatının geçen yılın aynı dönemine göre %24.5 azalarak 3.6 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği dikkat çekiyor. Bu durumun gerçekleşmesinde geçen yılın aynı döneminde 87.14 dolar/varil olan petrol fiyatlarının bu yıl 50 doların altına gerilemesinin etkili olduğunu söyleyebiliriz. Dış ticaret açığı üzerinde gecikmeli etkisini gördüğümüz petrol fiyatlarının enerji faturası üzerindeki pozitif etkisini önümüzdeki dönemde de görmeye devam edeceğimizi düşünüyoruz.

Dünya ticaret hacminin öncül göstergelerinden biri olan Baltık kuru yük taşımacılığı endeksi (Baltic Dry Index)'nde yaşanan düşüşün de işaret ettiği gibi başta Çin ekonomisinde görülen yavaşlama olmak üzere küresel bazda ticaretin daraldığını söyleyebiliriz. Dünya ticaret hacmindeki düşüşe paralel olarak dış ticaret hacmimizde de Ocak ayında düşüş yaşandığı dikkat çekiyor. 2014 yılı ortalaması olan 33.3 milyar TL'lik dış ticaret hacmi 2015 yılının ilk ayında 29 milyar TL'ye gerileyerek Ağustos 2013 yılından bu yana en düşük seviyesinde

### Ekonomik Sınıflandırmaya Göre İthalat Gelişimi (y-y, %)



2014 yılında yurtiçi talepteki zayıflığa bağlı olarak genel olarak düşüş eğiliminde olan ithalatın alt kalemlerinin 2015 yılının ilk ayında da söz konusu bu düşüşüne devam ettiği görülüyor. Toplam ithalatın %73.7'sini oluşturan ara mali ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre %16.4 ile alt kalemler içinde en sert gerilemeyi yaşadı. İthalatın %15.2'sini oluşturan sermaye mali ithalatı yıllık bazda %1.1'lik sınırlı bir gerileme yaşarken, tüketim mali ithalatı ise %11.1'lik düşüş yaşadı. Yurtiçi talebin yavaşlamasına işaret eden ara mali ithalatındaki

bu sert gerilemede sanayi için işlem görmemiş hammaddeler ve işlem görmüş diğer yakıt ve yağlar alt kalemlerindeki yıllık bazda yaşanan sert düşüş etkili oldu. Böylelikle Ocak ayında ara mali kanalı ile 12.3 milyar dolar, sermaye mali kanalı ile 2.5 milyar dolar, tüketim mali kanalı ile 1.8 milyar dolarlık bir ithalat gerçekleştirilmiş oldu.

Sonuç olarak, Ocak ayında dış ticaret açığı 4.3 milyar dolar ile 5 milyar dolar olan beklentimizin ve 4.7 milyar dolar olan piyasa beklentisinin altında gerçekleşti. Ocak ayında gerileyen EUR/USD paritesi ve ay başındaki hava koşullarından kaynaklı eksik iş günü nedeniyle 12.3 milyar dolar açıklanan ihracat beklentimiz paralelinde gerçekleşirken, 16.6 milyar dolar açıklanan ithalat ise ticaret hacmindeki düşüşün de etkisi ile beklentimizin altında gerçekleşti. 2015 yılının ilk ayında dünya ticaret hacmindeki gerilemeye paralel olarak ticaret hacmimiz gerileyerek 33.3 milyar TL'lik 2014 yılı ortalamasının altında 29 milyar TL gerçekleşmiş oldu. Böylece ihracatın ithalatı karşılama oranı da %74.1 ile Ekim 2009'dan bu yana görülen en yüksek seviyesine ulaştı. Ocak ayında TL'nin EUR karşısında değer kazanmasının da etkisi ile AB'ye yapılan ihracattamızda düşüş yaşanırken, altın ihracatının 1.3 milyar dolar ile Mart 2014 yılından bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşmesi dikkat çekici oldu.

2014 yılında azalış gösteren altın ithalatının 2015 yılında baz etkisi ile yeniden artabilecek olması, gerileyen petrol fiyatlarının enerji maliyetlerini düşürücü yönde pozitif etkisini bir miktar sınırlayacak olsa da petrol fiyatlarının dış ticaret açığına etkisinin altın ithalatına nispeten daha fazla olacağını düşünüyoruz.

Diğer yandan, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin Ocak ayı toplantısında aldığı genişlemeci politika kararının yansıması olarak TL'nin Euro karşısında değer kazanmaya önümüzdeki dönemde de devam etmesi toplam ihracatımızın %43'ünü AB ülkelerinin oluşturması sebebiyle ihracatımız üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturabilir.

TCMB'nin yakından takip ettiği ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ile 5 yıllık gösterge tahvil getirisi arasındaki farkın önümüzdeki dönemde yurtdışı gelişmelerin desteğiyle yeniden yükselişe geçmesi durumunda, 24 Şubat'taki PPK toplantısında alınan faiz indirim kararının ardından TCMB'nin faiz indirimine devam edebileceğini düşünüyoruz. Böyle bir ortamda yurtiçi talebin canlanabilecek olması dış ticaret açığı üzerinde bir miktar baskı yaratabilecektir. Ancak, ham petrol fiyatlarının Şubat ayında yönünü yukarı doğru çevirmiş olsa da hala 50 dolar/varil seviyesinin altında seyretmesinin söz konusu baskıyı sınırlandırabileceğini düşünüyoruz. Böylelikle 2014 yılsonunu 85.4 milyar dolar seviyesinde tamamlayan yıllık dış ticaret açığının 2015 yılını 79.8 milyar dolar seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.

## Haftalık Veri Takvimi (02-06 Mart 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
02.03.2015	Türkiye	İmalat PMI (Şubat)	49.8	49.6(açıklandı)
	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi	%1.3	%1.3
		İmalat PMI (Şubat)	54.3	54.2
		ISM İmalat Endeksi	53.5	53.2
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Şubat)	51.1	51.1
		İşsizlik Oranı (Ocak)	%11.4	%11.4
		Çekirdek TÜFE (Şubat,y-y)	%0.6	%0.5
	Almanya	İmalat PMI (Şubat)	50.9	50.9
		Perakende Satışlar (Ocak)	%4.0	%2.6
	Fransa	İmalat PMI (Şubat)	47.7	49.0
	İtalya	İmalat PMI (Şubat)	49.9	50.3
		İşsizlik Oranı (Ocak, öncül)	%12.9	%12.9
		Büyüme Oranı (yıllık, y-y)	-%1.9	-%0.4
		Bütçe Dengesi ( Şubat)	3.4 Milyar €	--
	İngiltere	M4 Para Arzı (Ocak, y-y)	-%1.1	--
		İmalat PMI (Şubat)	53.0	53.3
03.03.2015	Türkiye	TÜFE (Şubat, a-a )	%1.10	%0.81
		ÜFE (Şubat, a-a)	%0.33	--
	ABD	Newyork ISM İmalat Endeksi (Şubat)	44.5	--
	Euro Bölgesi	ÜFE (Ocak, y-y)	-%2.7	-%3.0
04.03.2015	Türkiye	Reel Efektif Döviz Kuru (Şubat)	116.85	--
	ABD	ADP Özel İstihdam (Şubat)	213 Bin Kişi	218 Bin Kişi
		Haftalık Mortgage Başvuruları	-%3.5	--
		Hizmet PMI (Şubat)	57.0	54.7
		Fed Bej Kitap		--
	Euro Bölgesi	Hizmet PMI (Şubat)	53.9	53.9
		Perakende Satışlar (Ocak, a-a)	%0.3	--
	Almanya	Hizmet PMI (Şubat)	55.5	55.5
	Fransa	Hizmet PMI (Şubat)	53.4	52.0
	İtalya	Hizmet PMI (Şubat)	51.2	51.7
	İngiltere	Hizmet PMI (Şubat)	57.2	57.5
	Japonya	Hizmet PMI (Şubat)	51.3	--
05.03.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	313 Bin Kişi	--
		Fabrika Siparişleri (Ocak)	-%3.4	%0.0
	Euro Bölgesi	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı	%0.05	%0.05
	Almanya	Fabrika Siparişleri ( Ocak, a-a)	%4.2	-%0.9
	Fransa	İşsizlik Oranı (4.çeyrek)	%10.4	%10.4
	İtalya	Büyüme Oranı (4.çeyrek, ç-ç)	%0.0	%0.0
	İngiltere	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı	%0.50	%0.50
06.03.2015	ABD	Tarımdışı İstihdam (Şubat)	257 Bin Kişi	240 Bin Kişi
		İşsizlik Oranı ( Şubat)	%5.7	%5.6
		Ticaret Dengesi (Ocak)	46.6 Milyar \$	41.5 Milyar \$
	Euro Bölgesi	Büyüme Oranı (4.çeyrek, ç-ç, öncül)	%0.3	%0.3
	Almanya	Sanayi Üretimi (Ocak, y-y)	-%0.7	--
	Fransa	Ticaret Dengesi (Ocak)	-3446 Milyon Euro	-3000 Milyon Euro
	İtalya	ÜFE (Ocak, y-y)	-%2.1	--
	Japonya	Öncül Göstergeler Endeksi (Ocak, öncül)	105.6	105.9