

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Temmuz Enflasyon Raporu sonrasındaki dönemde Euro Bölgesi iktisadi faaliyeti yavaşlamaya devam etmiş, kamu borcu ve bankacılık sorunları derinleşmiş, ABD ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları gerilemiştir. Bu gelişmelere karşılık ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank - Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB)'nin aldığı kararlar öne çıkan önemli gelişmelerden olmuştur. Söz konusu gelişmelerin önümüzdeki dönemde küresel ekonomik görünüm üzerinde belirleyici olacağı düşünülmektedir.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde Euro Bölgesi'nde İspanya ve İtalya ekonomilerindeki borçlanma faizlerinin, alınan mali tedbirlere rağmen, yüksek seyretmesi ve piyasaların düzgün çalışmadığı algısı, ECB'nin ikincil piyasada sorunlu ülkelerin bonolarını limitsiz almasına olanak sağlayacak bir politika izlemesine sebep olmuştur. Bununla birlikte, bono alımlarının ülkelerin belli şartları sağlamasına bağlanması, alınan politika kararının ne kadar etkin olacağına ilişkin endişeleri de beraberinde getirmektedir.

ABD ekonomisinde pozitif büyüme oranları gözlenmesine karşın, işsizlik oranlarının uzun süredir yüksek seyretmesi ve daha da uzun süre yüksek seyrettiği takdirde işgücü piyasasında kalıcı bir bozulmaya yol açma olasılığının yüksek olması, Fed'in üçüncü miktarsal genişleme paketini açıklamasına sebep olmuştur. Önceki paketlerden farklı olarak Fed, enflasyonun rahatsız edici seviyeleri aşmaması kaydıyla, işsizlik oranı tatmin edici bir seviyenin altına ininceye kadar ipoteğe dayalı varlık alımlarını belirli bir süre ve miktar belirtmeksizin sürdüreceğini açıklamıştır.

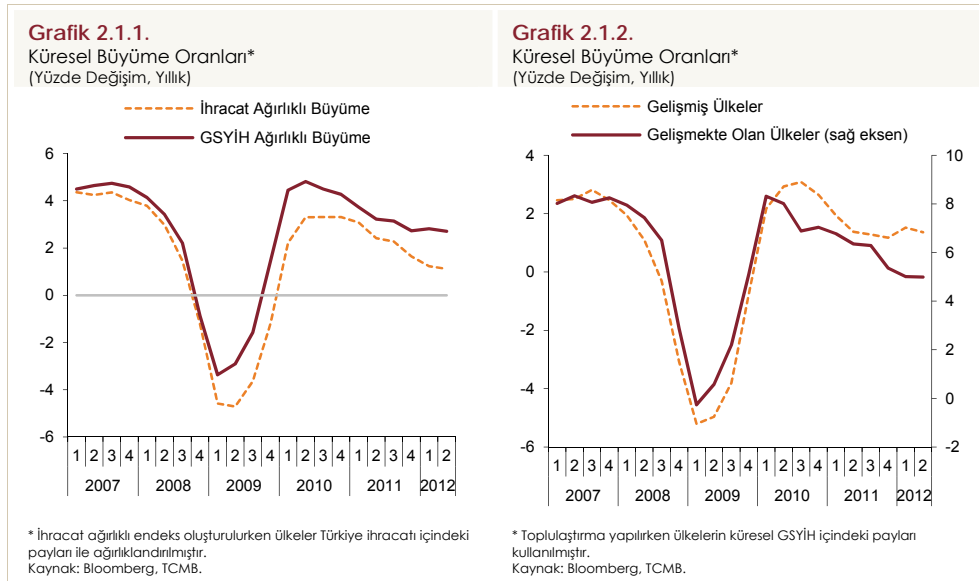
Açıklanan bahsi geçen politikalar sonrasında küresel risk iştahının toparlanması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri hız kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerin uygulayacağı para politikalarının, önümüzdeki dönemde de, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının en önemli belirleyicilerinden olacağı düşünülmektedir.

Son üç aylık dönemde emtia fiyatları, gerek enerji ve tarım sektörlerindeki arz yönlü sıkıntılar ve gerekse uygulanan genişletici para politikalarından dolayı, artış göstermiştir. Emtia fiyatlarındaki bu artış gelişmekte olan ülkelerde azalma eğiliminde olan enflasyon oranlarının geçtiğimiz çeyrekte yatay seyretmesine neden olurken; yatay seyreden gelişmiş ülke enflasyon oranlarında ise artışa sebep olmuştur. Bununla birlikte, küresel iktisadi faaliyetin yavaş seyretmesi ve belirsizliklerin devam etmesi emtia fiyatlarını baskılamaktadır.

Yılın ikinci çeyreğinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranları azalırken, üçüncü çeyreğe ilişkin veriler de küresel iktisadi faaliyette bir toparlanmaya işaret etmemektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikalarının, ekonomiyi canlandırmaya yönelik olarak, önümüzdeki dönemde de gevşek seyretmeye devam edeceği düşünülmektedir.

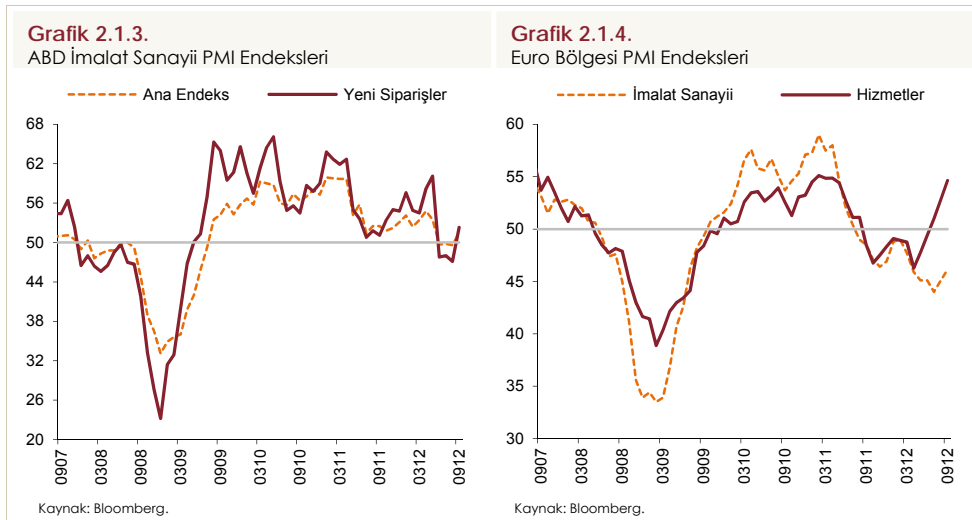
2.1. Küresel Büyüme

Yılın ilk çeyreğinde piyasalarda geçici olarak esen iyimser hava, yılın ikinci çeyreğinde İspanya bankacılık sektöründe ortaya çıkan finansman ihtiyacına bağlı olarak Euro Bölgesi borç krizinin ağırlaşmasıyla olumsuzla dönmüştür. Bunun neticesinde, yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir miktar artış gösteren küresel büyüme hızı yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamış, dünya ticareti ise sınırlı artış oranını korumuştur (Grafik 2.1.1).



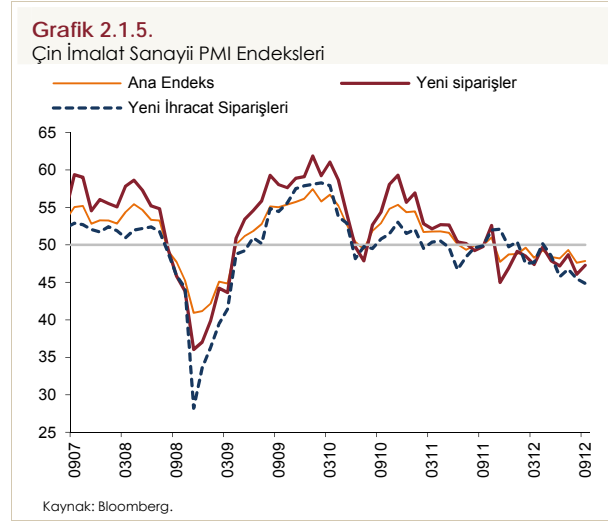
Toplulaştırılmış endeksler, 2012 yılının ikinci çeyreğinde, iktisadi faaliyetin artış hızının gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Başta Asya ve Latin Amerika bölge ülkelerinde olmak üzere, iç talebin düşük seyretmesi; buna ilaveten, Avrupa kaynaklı dış talebin henüz belirgin bir toparlanma göstermemiş olması, iktisadi faaliyeti baskılamaya devam etmiştir. Gelişmiş ekonomiler özelinde bakıldığında, yılın ikinci çeyreğinde de, Euro Bölgesi ve İngiltere'nin söz konusu ekonomilerin büyüme hızını olumsuz etkilemeye devam ettiği görülmektedir. ABD ve Japonya ise gelişmiş ekonomiler büyümesine pozitif katkı vermeye devam etmiş ancak, ABD'nin katkısı yılın ilk çeyreğine kıyasla daha düşük gerçekleşmiştir.

ABD ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamış, GSYİH büyümesi bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 1,3 olarak gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin ABD PMI verilerine bakıldığında, gerek ana endeksin gerekse yeni siparişler endeksinin Temmuz ve Ağustos aylarındaki düşüşün ardından Eylül ayında artmış olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.3). Yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyrekte de daralmaya devam eden Euro Bölgesi'nde ise, hizmetler sektörüne ait PMI rakamları üçüncü çeyreğin sonu itibarıyla 50 nötr seviyesinin üzerine çıkmış olsa da, imalat sanayiinde daralmanın devam edeceği, dolayısıyla büyümenin yılın üçüncü çeyreğinde de sınırlı kalacağı öngörülmektedir (Grafik 2.1.4)

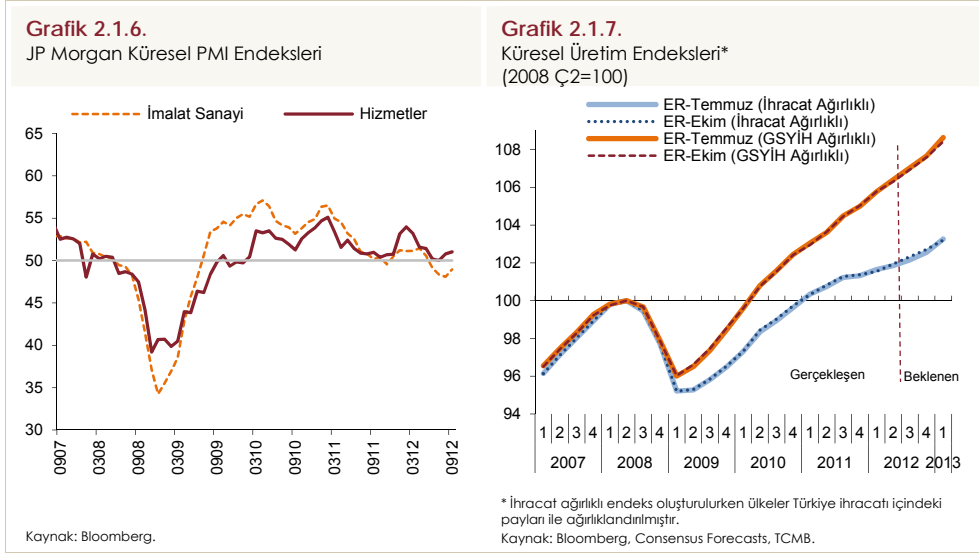


Küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde gelişmekte olan ekonomiler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin'in son 1,5 yıldır devam etmekte olan büyüme oranındaki düşme eğilimi 2012 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiş ve GSYİH büyümesi yıllık bazda yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir. Diğer

tarafından, önümüzdeki döneme ilişkin PMI göstergeleri büyümenin sınırlı kalmaya devam edeceğini göstermektedir (Grafik 2.1.5) .



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin PMI rakamlarının, gerek imalat gerekse hizmetler sektöründe söz konusu çeyreğin başında küresel iktisadi faaliyette daralmaya işaret ettiği, ancak Eylül ayında sınırlı bir miktar yukarı yönlü hareket ettiği görülmektedir (Grafik 2.1.6). Kötüleşen büyüme görünümüne bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ekonomilerin iktisadi faaliyeti destekleyici ek tedbir paketleri açıklayacaklarına dair beklentinin, yukarı yönlü bu hareketin belirleyicilerinden biri olabileceği düşünülmektedir. Ancak, alınan bu önlemlere ve gevşek seyreden küresel para politikasına karşın, başta Euro Bölgesi krizinin daha da derinleşmesi olmak üzere, küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturacak unsurların bir önceki döneme göre artmış olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, Consensus Forecasts ve World Economic Outlook (IMF) tahminlerine bakıldığında, gerek 2012 gerekse 2013 yılsonuna ilişkin büyüme tahminlerinin, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre kötüleştiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Ekim ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir (Grafik 2.1.7).

**Tablo 2.1.1.**

2012 ve 2013 Yıllarına İlişkin Büyüme Tahminleri

	Consensus Bültenleri (Ortalama Yüzde Değişim, Yıllık)				World Economic Outlook, IMF (Yıllık Yüzde Değişim)			
	2012		2013		2012		2013	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	2,5	2,5	2,9	2,8	3,5	3,3	3,9	3,6
Gelişmiş Ülkeler	-	-	-	-	1,4	1,3	1,8	1,5
ABD	2,1	2,1	2,3	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1
Euro Bölgesi	-0,5	-0,5	0,5	0,2	-0,3	-0,4	0,7	0,2
Almanya	0,9	0,8	1,3	0,9	0,9	0,9	1,4	0,9
Fransa	0,2	0,1	0,7	0,3	0,3	0,1	0,9	0,4
İtalya	-2,0	-2,4	-0,3	-0,7	-1,9	-2,3	-0,3	-0,7
İspanya	-1,7	-1,6	-0,9	-1,6	-1,4	-1,5	-0,6	-1,3
Yunanistan	-6,8	-6,7	-2,6	-3,6	-	-	-	-
Japonya	2,5	2,3	1,4	1,3	2,4	2,2	1,5	1,2
İngiltere	0,1	-0,2	1,6	1,2	0,2	-0,4	1,4	1,1
Gelişmekte Olan Ülkeler	-	-	-	-	5,6	5,3	5,8	5,6
Asya Pasifik*	6,4	6,1	6,9	6,6	7,1	6,7	7,5	7,2
Çin	8,1	7,7	8,4	8,1	8,0	7,8	8,4	8,2
Hindistan	6,3	5,8	7,2	6,8	6,2	4,9	6,6	6,0
Latin Amerika*	3,3	2,9	4,0	3,8	3,4	3,2	4,2	3,9
Brezilya	1,9	1,6	4,0	3,9	2,5	1,5	4,7	4,0
Doğu Avrupa*	2,7	2,8	3,4	3,3	1,9	2,0	2,8	2,6

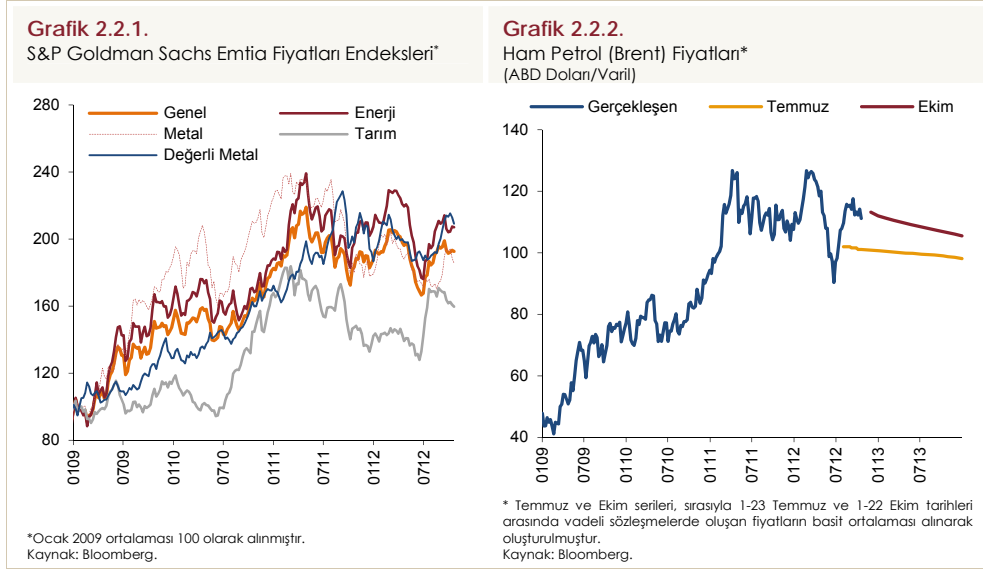
Kaynak: Consensus Forecasts, World Economic Outlook (IMF).

* Bölgeleri oluşturan ülkeler Consensus Bültenleri ve WEO için farklıdır.

2.2. Emtia Fiyatları

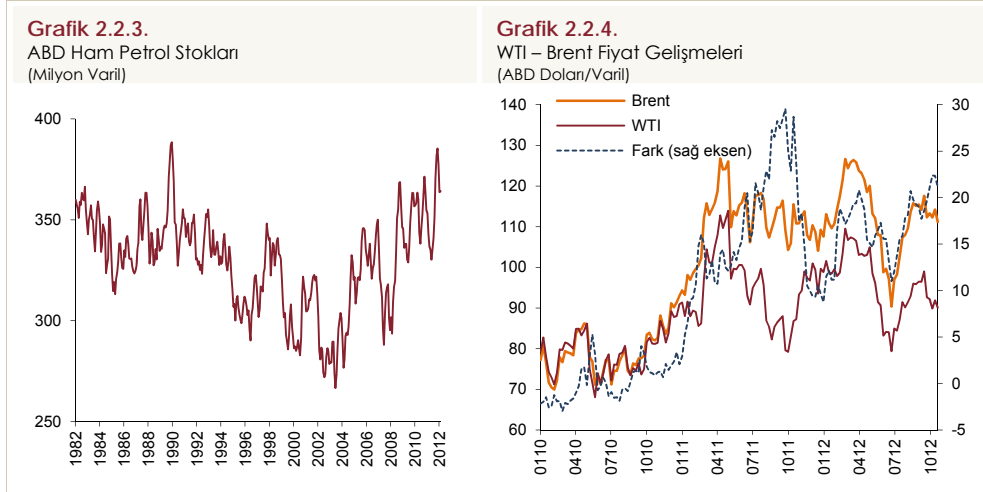
Emtia genel endeksi, yılın üçüncü çeyreğinde tüm alt endekslerin yukarı yönlü hareketine bağlı olarak yükseliş eğilimi göstermiştir. Gerek enerji piyasasındaki arz koşulları, gerekse Fed ve ECB tarafından açıklanan yeni parasal genişleme paketlerinin etkisiyle talep koşulları, enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluştururken; küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi söz konusu baskıyı azaltmaktadır. Alt endeksler bazında incelendiğinde, tarım ürünleri fiyatlarının ikinci çeyrek sonundan Temmuz ayı sonuna kadar, arz

yönlü sorunların etkisiyle, sert bir yükseliş gösterdiği ancak sonrasında yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Endüstriyel metal fiyatları ise üçüncü çeyrek boyunca yatay bir seyir izlemiş, ancak açıklanan parasal genişleme paketlerinin etkisiyle son dönemde artış eğilimine girmiştir. Benzer şekilde, değerli metal fiyatları da bu dönemde yukarı yönlü bir hareket göstermiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



ABD ve Euro Bölgesi için açıklanan parasal genişleme paketleri, söz konusu ülke ekonomileri açısından olumlu gelişmeler olarak algılanmış olsa da, küresel ekonomik büyümeye ilişkin endişelerin devam etmesi petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü belirgin bir talep baskısının oluşmasını engellemektedir. Öte yandan, geçtiğimiz çeyrekte, petrol fiyatlarının hareketinde arz yönlü gelişmeler etkili olmaya devam etmiştir. İran ile yaşanan nükleer kriz sonrasında Avrupa tarafından Ocak ayında alınan ambargo kararı 1 Temmuz 2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Söz konusu ambargo kararıyla gerek İran'dan Avrupa ülkelerine yapılan petrol ihracatında gerekse İran'dan petrol ithal eden diğer ülkelerin ham petrol ticaretinde sigortacılık hizmetlerinden faydalanmalarının önüne geçilmektedir. Bu gelişmeler neticesinde İran ham petrol üretimi son yirmi yılın en düşük seviyelerine gerilemiş ve uluslararası piyasanın İran ham petrolüne erişimi azalmıştır. Diğer taraftan, Kuzey Denizi'nde petrol üretim noktalarının, planlandığı üzere, Eylül ayında bakım sezonuna girmesi, fakat bu sezonun planlanmayan bir şekilde uzaması piyasadaki arz yönlü sıkışıklığı artırmıştır. Ayrıca, ABD'de meydana gelen Isaac kasırgası da bu dönemde ham petrol üretimi kesintisine sebep olan arz yönlü gelişmelerden biri olmuştur. Bunun yanı sıra, son dönemde WTI ile Brent tipi ham petrol fiyatı arasındaki farkın son bir yılın en

yüksek seviyesine çıkmış olduğu görülmektedir. Söz konusu gelişmede, sınırlı gerilemeye karşın ABD ham petrol stoklarının ve geleneksel olmayan yöntemlerle yapılan üretimin de etkisiyle ham petrol üretiminin halen yüksek seviyelerde bulunmasının etkili olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Latin Amerika ve Rusya'nın ardından ABD'de gözlenen kuraklık tarım ürünlerinde arz yönlü sorunları daha da belirgin hale getirmiştir. ABD'de aşırı sıcak havalardan etkisiyle tahıl ürünleri üretimine ilişkin tahminlerin önemli ölçüde aşağı yönlü güncellenmesi tarım ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur (Tablo 2.2.1). Ne var ki, söz konusu gelişme sonrasında tahıl ihracatçısı ülkelerin kota ve benzeri politikalar uygulama yoluna gitmemesi piyasa açısından olumlu bir görünüm çizmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, tarım ürünleri fiyatları Temmuz ayı sonuna kadar hızlı bir yükseliş göstermiş, sonrasında ise yatay bir seyir izlemiştir.

Sonuç olarak, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulamaya konulan ek önlemlere karşın, küresel büyümeye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı hafifletmektedir. Bununla birlikte, başta Suriye olmak üzere Ortadoğu'da giderek yoğunlaşan jeopolitik sorunlar kısa ve orta vadede petrol fiyatlarında yukarı yönlü riskleri canlı tutmaya devam ederken, tarım ürünlerinde gözlenen arz yönlü sorunlar da emtia fiyatları üzerinde bir başka risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.

Tablo 2.2.1.

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri*

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	
			Temmuz Tahminleri	Ekim Tahminleri
BUĞDAY (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	200,7	197,9	197,2	198,2
Üretim	652,0	695,7	665,3	653,1
Tüketim	654,7	695,5	680,1	678,2
Dönem Sonu Stoku	197,9	198,2	182,4	173,0
MISIR (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	145,3	127,1	129,4	131,5
Üretim	830,3	877,8	905,2	839,0
Tüketim	848,4	873,4	900,5	853,3
Dönem Sonu Stoku	127,1	131,5	134,1	117,3
PAMUK (milyon balya)				
Başlangıç Stoku	46,8	48,6	66,7	69,6
Üretim	116,4	124,1	113,8	116,3
Tüketim	114,1	103,2	109,0	106,9
Dönem Sonu Stoku	48,6	69,6	72,4	79,1
SOYA FASULYESİ (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	61,2	70,6	52,5	54,8
Üretim	264,7	238,1	267,2	264,3
Tüketim	251,4	254,2	263,2	258,8
Dönem Sonu Stoku	70,6	54,8	55,7	57,6

* Dünya toplam ihracat ve ithalat rakamlarının ülkeler arası farklılıklardan dolayı dengede olmaması ve pazarlama aşında meydana gelen kayıp ve tahrip sebebiyle verilerde uyumsuzluklar görülebilmektedir.

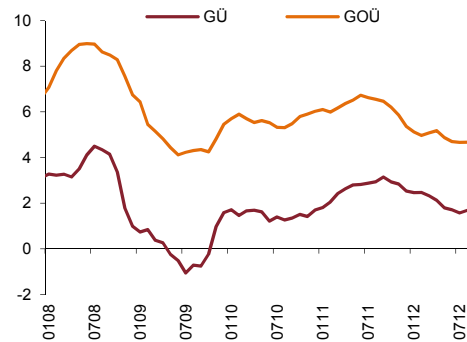
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde bir miktar yükselirken, gelişmekte olan ülkelerde yatay bir eğilim sergilemiştir (Grafik 2.3.1). Bu dönemde, enflasyon oranlarındaki gerileme eğilimi arz yönlü sorunlar sebebiyle artış gösteren emtia fiyatlarının etkisiyle kesintiye uğramıştır. Öte yandan, yıllık çekirdek enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelerde yatay seyredirken, gelişmiş ülkelerde düşmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.2).

Grafik 2.3.1.

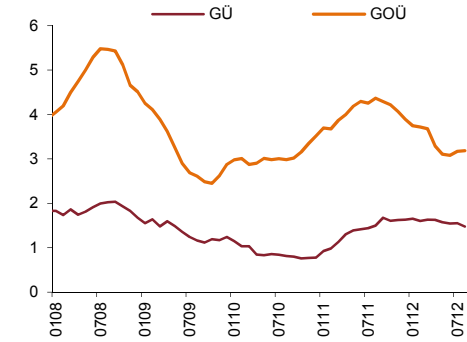
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler
Tüketici Fiyat Enflasyonu
(Yıllık, Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

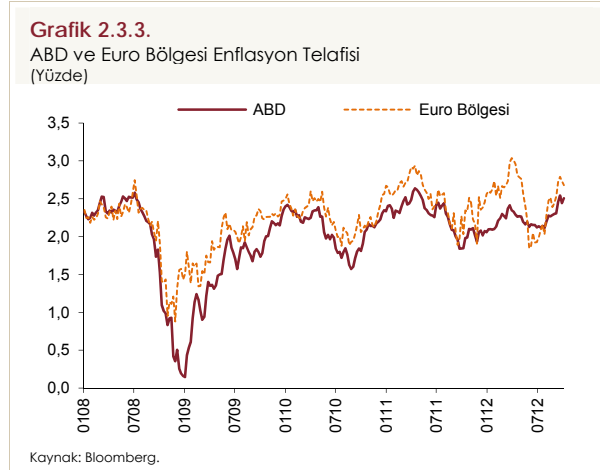
Grafik 2.3.2.

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler
Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu
(Yıllık, Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Euro Bölgesi'ndeki olumsuz ekonomik koşulların devamına rağmen, ECB'nin açıklamış olduğu yeni tahvil alım programının, geçtiğimiz çeyrekte, enflasyonist beklentilere yansıdığı ve enflasyon telafisinin belirgin biçimde arttığı görülmektedir. Benzer şekilde, geçtiğimiz çeyrekte yeni bir parasal genişleme paketinin açıklandığı ABD'de de enflasyon telafisinde artış meydana geldiği gözlenmektedir (Grafik 2.3.3).



2012 ve 2013 yılsonlarına ilişkin küresel enflasyon tahminleri, bir önceki Rapor dönemine kıyasla sınırlı oranda yükselmiştir (Tablo 2.3.1). Geçtiğimiz çeyrekte kesintiye uğramış olsa da, tarım fiyatlarında yıl genelinde gerçekleşen yüksek oranlı artışlar küresel enflasyon oranlarına ilişkin beklentileri artıran unsurlardan birisi olmuştur. Ayrıca, ECB'nin Euro Bölgesi'ndeki genişletici politikaları da söz konusu bölge ülkelerindeki enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecek bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.3.1.
2012 ve 2013 Yılsonlarına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

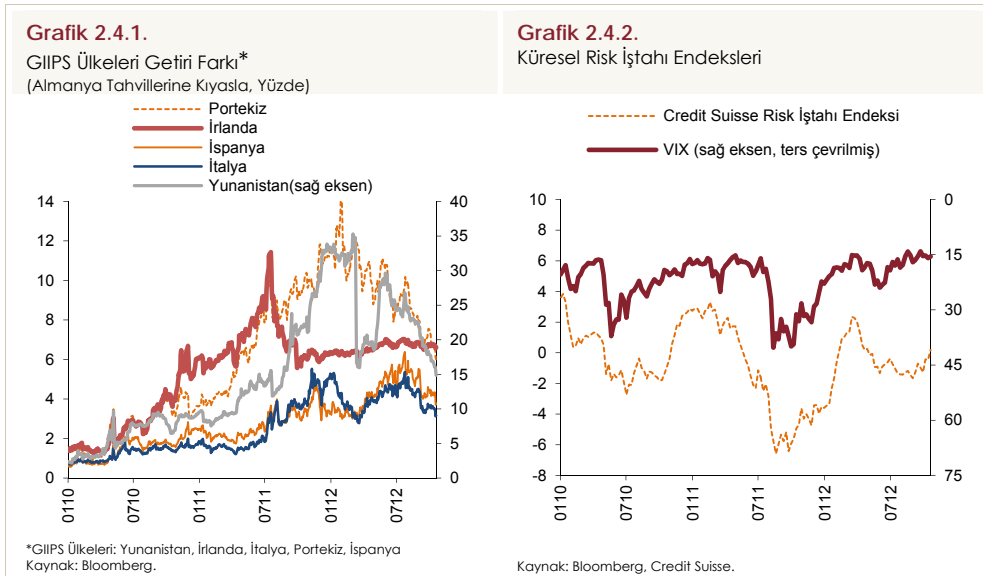
	2012		2013	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	2,9	3,0	2,8	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,0	2,1	1,9	2,0
Euro Bölgesi	2,3	2,4	1,7	1,9
Almanya	2,0	2,0	1,8	1,9
Fransa	2,0	2,1	1,6	1,7
İtalya	3,0	3,2	2,0	2,3
İspanya	1,8	2,4	1,5	2,4
Yunanistan	0,6	1,3	1,9	2,3
Japonya	0,1	0,0	0,0	-0,1
İngiltere	2,7	2,7	2,0	2,2
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	3,8	2,6	4,0	2,7
Çin	3,0	2,8	3,5	3,4
Hindistan *	8,4	9,1	7,6	7,5
Latin Amerika	5,9	5,9	6,4	6,4
Brezilya	4,9	5,3	5,4	5,3
Doğu Avrupa	6,4	6,4	5,3	5,4

* Nisan ayında başlayan mali yıla göre.

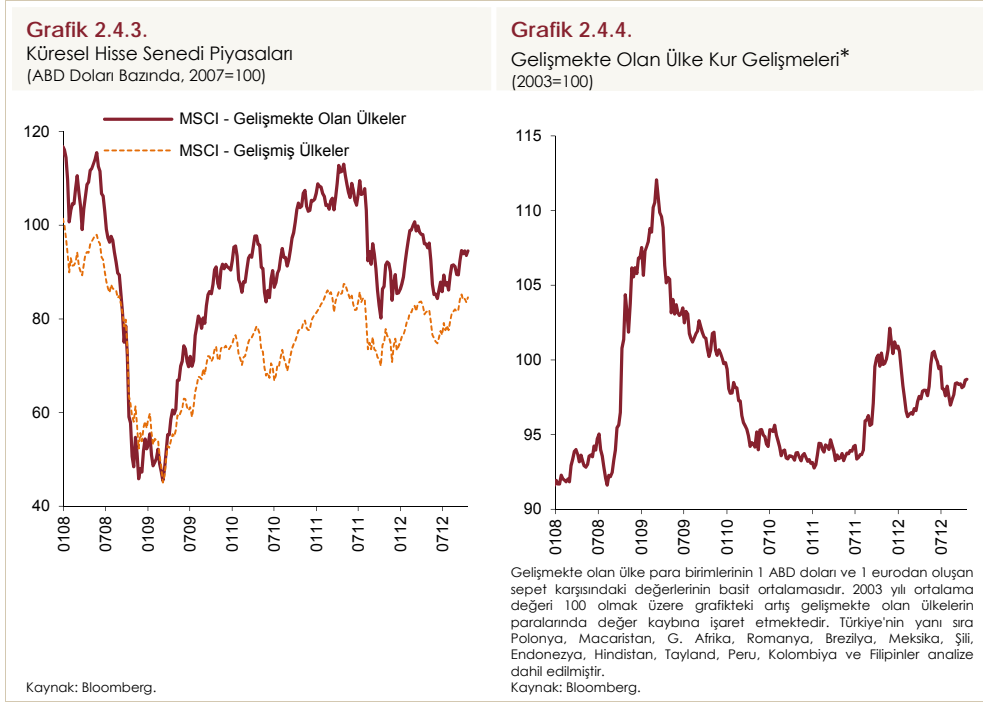
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

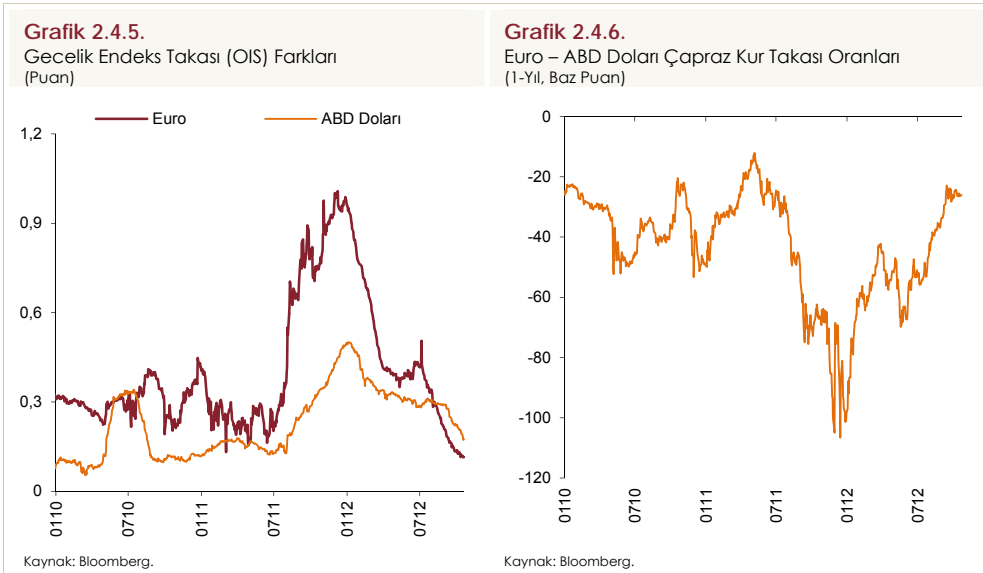
İspanya bankacılık sektörüne ilişkin endişelerin kısmen giderilmesiyle geçtiğimiz çeyrekte toparlanmaya başlayan küresel risk iştahı, gelişmiş ülke merkez bankaları yetkililerince yapılan açıklamalar ve alınan politika tedbirleri ile bu eğilimini korumuştur. ECB Başkanı Draghi'nin Temmuz ayı sonlarında yapmış olduğu konuşmada euroyu kurtarmak için ne gerekirse yapılacağını belirtmesi, krize ilişkin endişelerin azalmasında önemli rol oynamıştır. Eylül ayı toplantısında açıklanan doğrudan parasal işlemler (OMT) yolu ile tahvil alım programı da bu görünümü pekiştirmiş; borç sorunu yaşayan ülke tahvil getirilerinde düşüşü beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.1). Diğer yandan, Fed Başkanı Bernanke'nin Jackson Hole konuşmasında sinyalini verdiği parasal genişleme paketinin Eylül ayı toplantısında açıklanması risk iştahını destekleyen bir diğer unsur olmuştur (Grafik 2.4.2). Bu gelişmelere rağmen, küresel büyümeye ilişkin endişelerin canlılığını koruması başta olmak üzere, İspanya'nın henüz yardım paketine başvurmamış olması önümüzdeki dönemde risk iştahını olumsuz etkileyebilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.



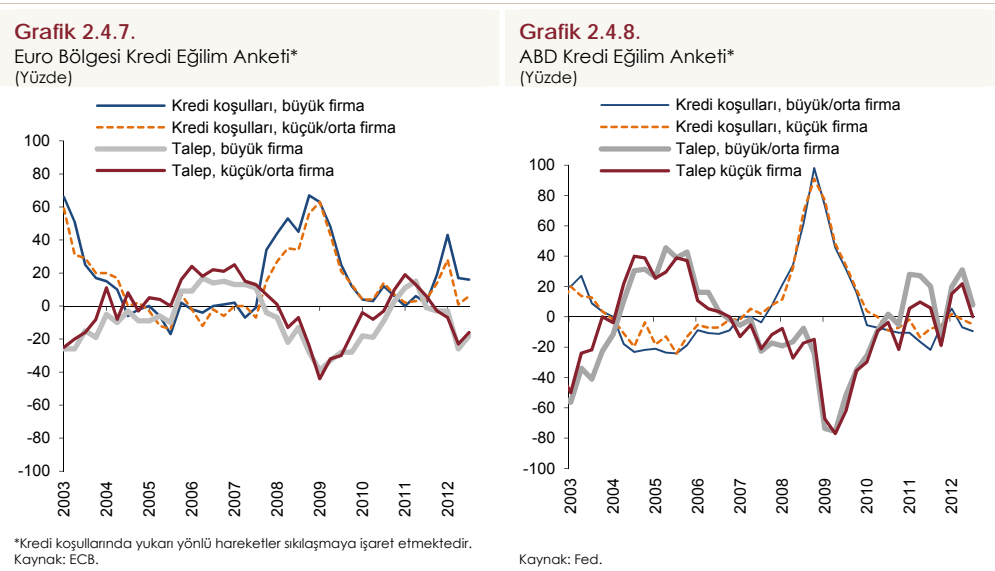
Temmuz Enflasyon Raporu yayımından itibaren geçen süre zarfında hisse senedi piyasaları olumlu performans sergilemiştir. Hisse senedi piyasalarındaki artış eğiliminin ECB ve Fed başkanlarının açıklamalarının ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir. Aynı dönemde, gelişmekte olan ülke kurları sınırlı bir şekilde değer kazanmıştır (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).



Gecelik endeks takası (OIS) farkı serilerindeki düşüşten izlenebileceği üzere, gerek ABD doları gerekse de euro piyasalarında karşı taraf riski son üç aylık dönemde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.4.5). Diğer yandan, euro – ABD doları çapraz kur takas oranlarındaki daralma eğilimi son üç ayda da sürmüştür (Grafik 2.4.6).

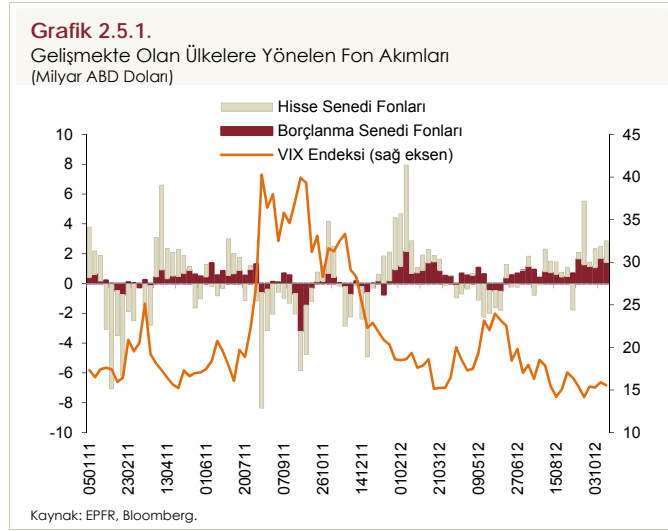


Euro Bölgesi'ndeki sorunların reel sektöre yönlendirilen krediler üzerindeki olumsuz etkisi sürmektedir. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketi, kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın, büyük firmalarda daha belirgin olmak üzere, devam ettiğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, kredi talebindeki daralma hafifleyerek de olsa devam etmektedir (Grafik 2.4.7). Diğer yandan Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi ABD'nin kredi dinamikleri açısından Euro Bölgesi ile farklılaştığını ortaya koymaktadır. ABD'de bankacılık sektörü kredi koşullarını gevşetmeye devam ederken, büyük ve orta ölçekli firmaların kredi talebi yavaşlayarak da olsa artmaktadır. Küçük ölçekli firmaların kredi talebinde ise değişiklik olmadığı dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.8).



2.5. Sermaye Akımları

2012 yılı üçüncü çeyreğinde küresel risk iştahında gözlenen toparlanma ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri yeniden hız kazanmıştır (Grafik 2.5.1). Bölgesel olarak Latin Amerika ülkeleri görece en iyi performansı sergileyerek, daha önceleri yatırımcılarca daha fazla tercih edilen gelişmekte olan Asya ülkelerini geride bırakmıştır. Yükselen Avrupa ülkeleri de yılın ilk yarısına kıyasla gelişmekte olan ülke fonlarından aldıkları payları artırmıştır.



Portföy yatırımına yönelik olarak küresel kriz sonrası dönemde kriz öncesi döneme kıyasla daha fazla tercih edilmeye başlanan borçlanma senedi fonlarına, bu dönemde de istikrarlı bir fon akışı olmuştur (Kutu 2.1). Hisse senedi piyasalarında yılın ikinci çeyreğinde gözlenen fon çıkışları ise üçüncü çeyrekte büyük oranda telafi edilmiştir (Tablo 2.5.1).

Tablo 2.5.1.
2012 Yılında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları (Milyar ABD Doları)

	Toplam	Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları
1.Çeyrek	32,9	22,7	10,2
2.Çeyrek	-4,7	-8,7	4,0
3.Çeyrek	18,2	7,2	11,0

Kaynak: EPFR.

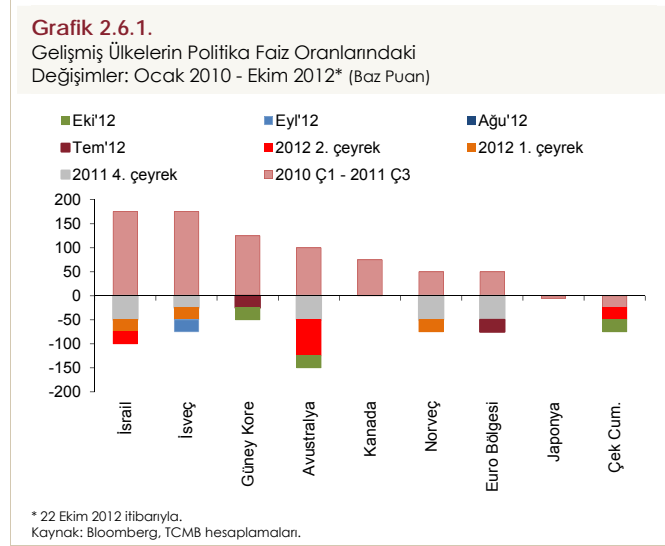
Gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomiyi desteklemek üzere aldığı son genişletici önlemlerin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını belirleyecek en önemli unsur olduğu düşünülmektedir.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2012 yılının ikinci çeyreğindeki bozulmanın ardından üçüncü çeyrekte de olumsuz bir görünüm sergileyen küresel büyümeye bağlı olarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikası geçtiğimiz çeyrekte gevşek seyretelemeye devam etmiştir.

Gelişmiş ülkeler para politikası açısından, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana meydana gelen en önemli iki gelişme, Fed'in açıkladığı üçüncü parasal genişleme paketi ve ECB tarafından uygulamaya koyulan tahvil alım programları olmuştur. Bu dönemde İsveç, Güney Kore, Çek Cumhuriyeti ve

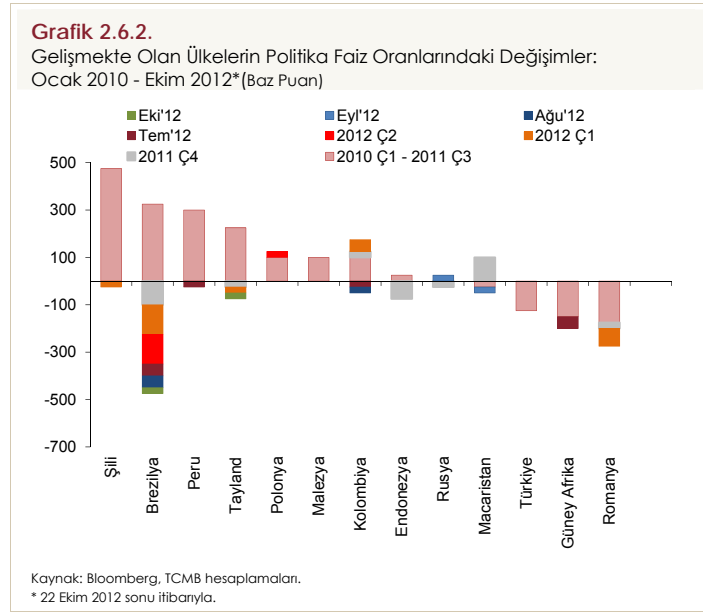
Avustralya merkez bankaları da politika faizlerini 25'er baz puan indirerek para politikalarını gevşetme yoluna gitmişlerdir (Grafik 2.6.1).



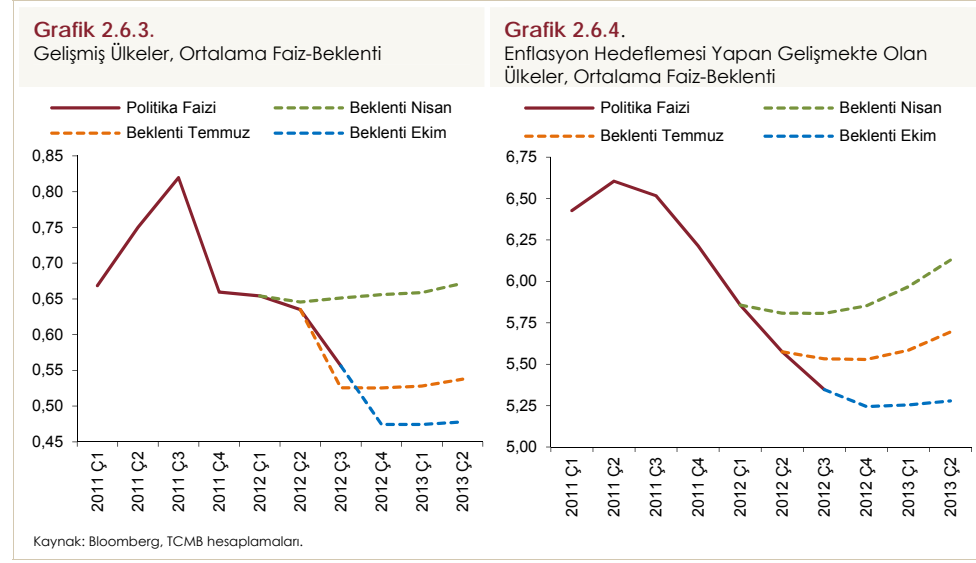
Fed'in geçtiğimiz çeyrekte açıkladığı üçüncü parasal genişleme paketi, aylık 40 milyar ABD dolarlık ipoteğe dayalı varlık alımı öngörmektedir. Buna ilaveten, devam edeceği açıklanan, piyasadaki uzun vadeli tahvilleri kısa vadeli tahvillerle değiştirme uygulaması (Operation Twist) ile birlikte piyasadan alınacak tahvil miktarı 2012 yılı sonuna kadar aylık 85 milyar ABD dolarına ulaşmaktadır. Üçüncü genişleme paketi önceki paketler ile kıyaslandığında, tahvil alımlarında bir zaman kısıtı bulunmadığı ve alımların büyüme ve istihdamda tatmin edici bir iyileşme gözlenene kadar devam edeceğinin belirtilmiş olduğu görülmektedir. Söz konusu genişleme paketine ilaveten, Fed, politika faizlerinin de 2015 yılı ortalarına kadar bulunduğu düşük seviyelerde kalmaya devam edeceğini kamuoyuyla paylaşarak, gevşek para politikası uygulamasını desteklemiştir. Para politikasındaki bu gevşemenin en önemli gerekçesi olarak, istihdamdaki olumsuz seyrin uzamasının yapısal sorunlar ortaya çıkarak yüksek işsizlik oranlarını kalıcı hale getirme olasılığı gösterilmiştir. ECB ise borç sorunu yaşayan ülkelerin kısa vadeli tahvillerine yönelik açıkladığı alım programının, söz konusu ülkelerin tahvil getirilerindeki aşırı yüksekliğe karşı bir önlem olduğunu belirtmiştir. Söz konusu programda alım miktarı konusunda bir üst sınır olmaması dikkat çekicidir.

Üçüncü çeyrekte gelişmekte olan ülke merkez bankalarının da politika faizlerinde önemli oranda indirimle giderek para politikalarını gevşetmiş oldukları görülmektedir. Brezilya Ekim ayındaki indirimle beraber, yılın üçüncü çeyreğinde politika faizini toplam 125 baz puan düşürürken, Peru 25 baz puan, Kolombiya ve

Güney Afrika ise 50'şer baz puan düşürmüştür. Faiz indirimleri, genel olarak küresel büyüme görünümündeki olumsuzluk ve buna paralel olarak zayıf seyreden talebin enflasyonist baskı oluşturmaması ile ilişkilendirilmiştir. Buna karşın, Rusya, orta vadeli enflasyon beklentilerindeki yükselişi gerekçe göstererek, aynı dönemde, politika faizini 25 baz puan artırmış ve diğer gelişmekte olan ülkelere ayrılmıştır (Grafik 2.6.2).



Küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklere bağlı olarak, yılın ilk çeyreğinden itibaren, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin politika faizlerine ilişkin beklentilerin aşağı yönlü güncellenmiş olduğu görülmektedir. Geçtiğimiz Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerimiz ile uyumlu olarak, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel politika faizlerindeki düşüş beklentisi büyük oranda gerçekleşmiştir. Ne var ki, ECB'den beklenen faiz indiriminin gerçekleşmemesi nedeniyle, gelişmiş ülkeler ortalama politika faizi Eylül ayı sonu itibarıyla, Temmuz ayındaki beklentinin 3 baz puan üzerinde kalmıştır. Buna karşın, ECB'nin söz konusu indirimi önümüzdeki çeyrekte gerçekleştireceği beklentisiyle birlikte, gelişmiş ülke politika faizi beklentileri yılsonu için aşağı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkelere ise, politika faizlerinin üçüncü çeyrekte, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde beklenenden daha fazla düştüğü ve yılsonu beklentilerinin aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).



Kutu
2.1

Son Dönem Portföy Akımlarını Belirleyen Faktörler

Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz süreci ve sonrasında uygulamaya koydukları parasal genişleme politikaları, küresel ölçekte likidite fazlası oluşturarak gelişmekte olan ülkelere yönelen özellikle kısa vadeli sermaye akımlarını canlandırmakta ve daha oynak hale getirmektedir. Bu durum ise söz konusu ülkelerde finansal istikrar açısından önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Buradan hareketle, bu kutuda gelişmiş ülkelerce yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında nasıl etkilediği incelenmekte ve portföy akımlarını belirleyen faktörler araştırılmaktadır.

Küresel finansal kriz sonrasında portföy yatırımı tercihlerinin belirlenmesi giderek zorlaşmıştır. Yatırımcılar bir yandan fonlarını nispeten güvenli limanlara yönlendirmek isterken, diğer yandan gelişmiş ülkelerde olağanüstü düşük seviyelere gerileyen faiz oranlarına karşılık, daha yüksek getirili alternatif yatırım arayışına da girmişlerdir. Buna ek olarak, Euro Bölgesi'nde, çevre ülkelerdeki borç sorunları ile başlayan ve giderek derinleşen sorunlar, hem küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskleri daha belirginleştirmiş, hem de belirsizlikleri artırarak risk iştahını daha oynak hale getirmiştir.

Her ne kadar küresel kriz gelişmekte olan ülkelerin ekonomik faaliyetlerini gelişmiş ülkelere kıyasla daha az sekteye uğratmış olsa da, kötüleşen küresel büyüme görünümü ve artan belirsizlikler nedeniyle, yatırımcılar bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına olağandan daha fazla yatırım yapmaktan kaçınmışlardır. Bu nedenle, borçlanma senedi fonlarına kıyasla daha yüksek hacimli olan, büyüme odaklı ve genellikle uzun vadeli yatırımın tercih edildiği gelişmekte olan ülkeler hisse senedi fonlarına girişler kriz öncesi seviyelerinden belirgin olarak farklılaşmamıştır. Öte yandan, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke faiz oranları arasındaki farkın artması, yatırımcıların alternatif olarak tercihlerini daha kısa vadeli ve daha yüksek getirili gelişmekte olan ülke borçlanma senedi fonlarına yönlendirmesine neden olmuştur. Nitekim grafiksel olarak bakıldığında, genişletici tedbirlerin devreye girmesinin ardından borçlanma senedi fonlarının eğiliminde belirgin bir artış meydana geldiği görülürken, hisse senedi piyasalarında benzer bir yapısal kırılmaya rastlanmamaktadır (Grafik 1 ve 2).



Yatırımcıların son dönem portföy tercihlerindeki bu ayrışmayı incelemek amacıyla, borçlanma ve hisse senedi fon akımları için basit denklemler tahmin edilmiştir. İlgili yazında sermaye akımlarının temel belirleyicileri iten ve çeken faktörler olarak iki başlık altında incelenmektedir. Küresel likidite fazlası ve yatırımcı risk iştahı en temel iten faktörler olarak gösterilirken; büyüme, getiri farkı, enflasyon gibi ülkelere özgü değişkenler ise çeken faktörler olarak nitelendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerce ilk genişleme paketinin açıklandığı tarih olan 2008 yılı Kasım ayından sonra oluşan küresel likidite fazlasının portföy hareketlerinde meydana getirdiği yapısal kırılmayı yakalamak amacıyla denklemlerde bir kukla değişken kullanılmıştır. Küresel risk iştahı göstergesi olarak VIX endeksi alınmıştır. Çeken faktörler ise sanayi üretimi büyüme oranı, politika faizi ve enflasyon oranı ile temsil edilmiştir. Söz konusu değişkenler yükselen Asya, Avrupa, Latin Amerika, Orta Doğu ve Afrika bölgelerini kapsayacak şekilde toplam 23 gelişmekte olan ülke için, GSYİH ağırlıklı olmak üzere, toplulaştırılarak hesaplanmıştır.¹ 2005 yılından başlamak üzere tahmin edilen denklemler Tablo 1'de sunulmuştur.

¹ Analize dahil edilen ülkeler Brezilya, Meksika, Kolombiya, Peru, Şili, Venezuela, Çin, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Güney Kore, Hindistan, Tayvan, Rusya, Türkiye, Polonya, Macaristan, Kazakistan, Güney Afrika, İsrail, Lübnan ve Mısır'dır. Söz konusu ülkeler 2012 yılı itibarıyla gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi fon akımlarının ortalama yüzde 95'ini, hisse senedi fon akımlarının ise ortalama yüzde 89'unu oluşturmaktadır.

Tablo 1. Portföy Akımlarını Belirleyen Faktörler †

	Borçlanma Senedi Akımları	Hisse Senedi Akımları
Sabit terim	7,543*** (2,996)	2,992 (1,311)
D(VIX endeksi)	-0,419*** (-5,369)	-0,361*** (-5,098)
Büyüme oranı	0,455*** (3,728)	0,193* (1,750)
D(Politika faizi)	10,874** (2,276)	-7,042 (-1,626)
Enflasyon oranı	-1,964*** (-5,611)	-0,630** (-1,986)
Kukla değişken	3,397*** (4,355)	-0,084 (-0,118)
Gözlem sayısı	92	92
Düzeltilmiş R ²	0,617	0,294

† Parantez içindeki değerler t istatistiklerini göstermektedir.

*, ** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 güven düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Elde edilen sonuçlar, yukarıda tartışılanları destekleyecek biçimde, parasal genişleme paketlerinden sonra oluşan küresel likidite fazlasının borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu, ancak benzer bir değişimin hisse senedi akımları için geçerli olmadığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, risk iştahı, büyüme, faiz ve enflasyon değişkenleri borçlanma senedi fon hareketlerini beklenen yönde ve anlamlı şekilde etkilemekte olup, çeken faktörlerden en önemlisinin faiz oranlarındaki değişim olduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan, bahsi geçen değişkenler hisse senedi fon hareketlerini açıklamada yetersiz kalmaktadır.

Sonuç olarak, gerek küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları genişletici politikalar neticesinde oluşan küresel likidite fazlası, gerekse durağanlaşan büyüme görünümü ve belirsizlik ortamı nedeniyle yatırımcıların yüksek getirili ve kısa vadeli yatırım arayışları, son dönemde gelişmekte olan borçlanma senedi fonlarına girişleri belirgin biçimde artırmıştır. Buna paralel olarak, 2012 yılı Eylül ayında Fed ve ECB'nin açıklamış olduğu son genişletici önlemler gelişmekte olan ülkelere yeni bir sermaye dalgası oluşturma riskini beraberinde getirdiğinden, gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarının, borçlanma senedi ağırlıklı olmak üzere, önümüzdeki dönemde istikrarlı bir biçimde devam edeceği değerlendirilmektedir.

