

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Euro Bölgesi'ndeki iktisadi ve politik gelişmeler son üç aylık dönemde küresel ekonomik görünüm üzerinde belirleyici unsur olmuştur. Bu dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere büyüme oranları genel olarak gerilerken, risk iştahı yüksek seviyede oynaklık göstermiştir. Önümüzdeki dönem beklentileri ise küresel ekonomideki yavaşlamanın devam edeceği yönündedir.

Nisan Enflasyon Raporu değerlendirme dönemi sonrasında Yunanistan'da genel seçimler sonuçlanmış ve seçim sonuçları ülkenin AB'den çıkışına yönelik algılamaları zayıflatmıştır. Öte yandan, İspanya'da yüzde 7 sınırını da aşan kamu borçlanma faiz oranları ile bankacılık sektöründeki sorunların derinleşmesi bu ülkenin AB ve IMF kaynaklı finansal destek ihtiyacını belirginleştirirken, muhtemel yardım talebinin diğer ülkelere kıyasla daha yüksek tutarda olması, hâlihazırdaki kaynakların yeterliliği konusunda kaygı oluşturmaktadır. İlgili dönemde İtalya kamu borçlanma faizlerinin de borç çevrimini zorlayacak seviyelere yaklaşması, bölge ülkelerine yönelik riskleri arttıran diğer bir unsur olmuştur. Bu gelişmelere paralel olarak geçtiğimiz üç ayda, Euro Bölgesi genelinde iktisadi faaliyet yavaşlamaya devam etmiş, yılın ikinci yarısı ile ilgili beklentilerde de bozulmalar gözlenmiştir. Olumsuz iktisadi gelişmelere karşılık politika yapıcıları ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) tarafından atılan adımların piyasa oyuncuları tarafından yetersiz olarak algılanması ise AB ekonomisine yönelik aşağı yönlü risklerin daha uzun süre geçerliliğini koruyacağını düşündürmektedir.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde ABD ekonomisine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaşladığına işaret etmektedir. Her ne kadar birinci çeyrekte ABD ekonomisi diğer gelişmiş olan ülkelere kıyasla yüksek oranda büyümüş olsa da işgücü piyasası verileri işsizlik oranlarındaki düşüşün durduğuna ve istihdamdaki artışın yavaşladığına işaret etmektedir. Öte yandan, iktisadi faaliyete ilişkin beklentilerin de belirgin bir toparlanmaya işaret etmemesi sonucunda ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) Haziran ayı toplantısında, piyasadaki uzun vadeli tahvilleri kısa vadeli tahvillerle değiştirme politikasına devam etme kararı alırken, iktisadi faaliyetteki gelişmelere bağlı olarak üçüncü miktarsal genişleme olasılığını da gündemde tutmuştur.

Bahsi geçen dönemde gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetleri de gelişmiş ülkelere bağlı olarak yavaşlamıştır. Örneğin, 2010 yılından beri çift haneli büyüme oranları yakalayan Çin ekonomisinin 2012 ikinci çeyrek büyüme oranı,

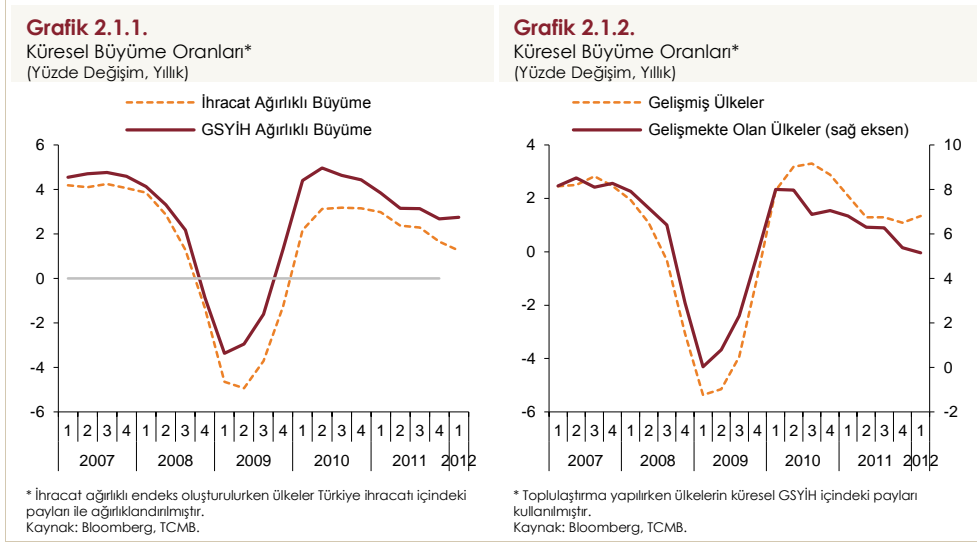
küresel ekonomik krizden sonraki en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genelinde düşük gerçekleşen çeyreklik büyüme oranlarına paralel olarak yılsonu büyüme beklentileri de aşağı yönlü güncellenmiştir.

Son dönemde enflasyonun gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genelinde düşüş eğiliminde olması ve büyümede risklerin aşağı yönlü seyretmesi merkez bankalarının büyüme odaklı para politikaları izlemelerine olanak tanımıştır. Bu çerçevede, bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları iktisadi faaliyeti desteklemek amaçlı politika faizlerinde indirimde gitmişlerdir. Beklentiler para politikası duruşundaki gevşemenin yılın geri kalanında da devam edeceği yönündedir.

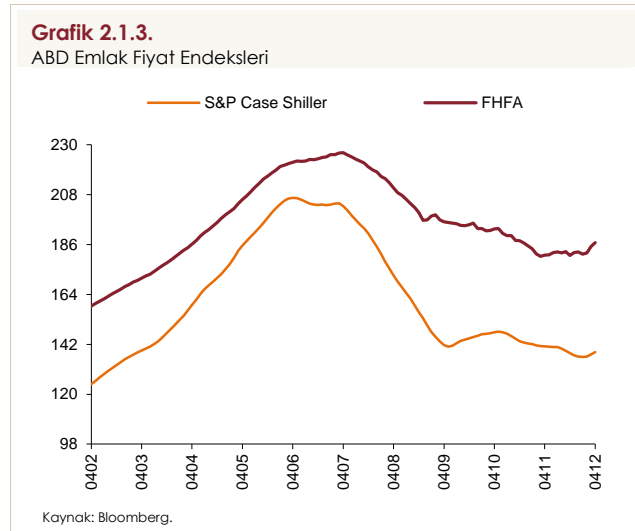
Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde emtia fiyatları genelinde yüksek oranlı düşüşler gözlenirse de son dönemde arz yönlü gelişmelere bağlı olarak enerji fiyatlarının tekrar yukarı yönlü hareketlendiği gözlenmektedir. Bunun yanı sıra, tarımsal emtia fiyatlarında Amerika kıtasındaki kuraklık nedeni ile gözlenen artışın önümüzdeki dönemde işlenmiş gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabileceği düşünülmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

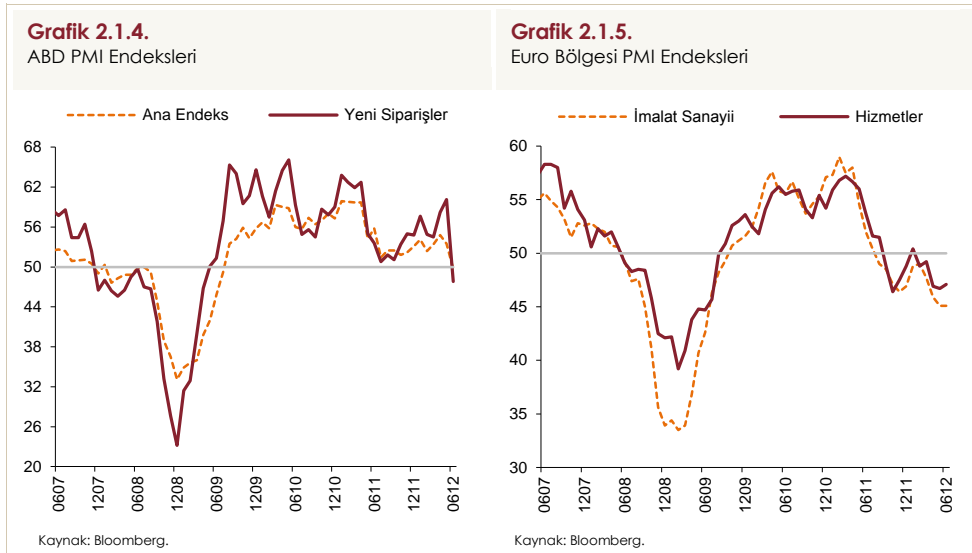
ECB'nin ikinci üç yıl vadeli likidite operasyonu ve Yunanistan'ın düzensiz iflasının önüne geçilmesiyle Euro Bölgesi borç krizine ilişkin algılamaların düzelmesi, yılın ilk çeyreğinde piyasalarda geçici bir iyimserliğe neden olmuştur. Bunun neticesinde GSYİH ağırlıklı küresel büyüme endeksi söz konusu dönemde bir miktar yukarı yönlü hareket ederken, dünya ticaretindeki değişim sınırlı kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Ancak, yılın ikinci çeyreğinde İspanya'da bankacılık sektörünün finansman ihtiyacının daha da belirginleşmesi ile ağırlaşan Euro Bölgesi borç krizine bağlı olarak, önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha olumsuz olduğunu söylemek mümkündür.



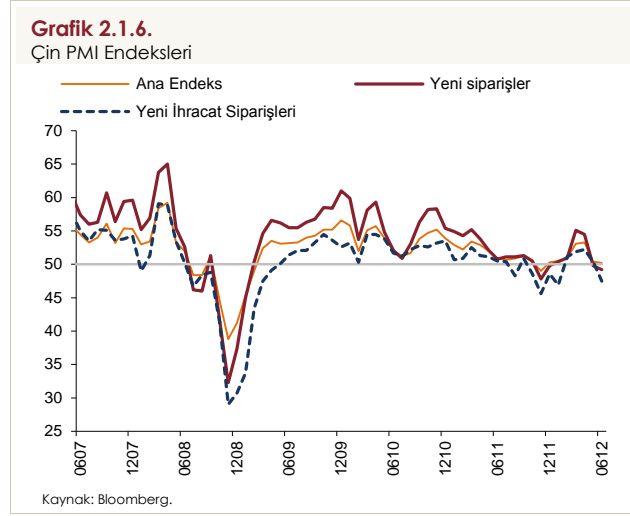
Toplulaştırılmış endeksler, 2012 yılının ilk çeyreğinde, iktisadi faaliyetin artış hızının gelişmiş ülkelerde sınırlı bir miktar arttığına, gelişmekte olan ülkelere ise gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). ABD ve Japonya, gelişmiş ekonomiler büyümesine pozitif katkıda bulunurken; Euro Bölgesi ve İngiltere'de yılın ilk çeyreğine ait büyüme oldukça düşük gerçekleşerek gelişmiş ekonomiler büyümesini aşağı çekmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler itibarıyla bakıldığında ise Çin ve Hindistan ekonomilerindeki yavaşlama söz konusu ülke grubunun iktisadi faaliyetindeki gerilemenin temel belirleyicisi olmuştur.



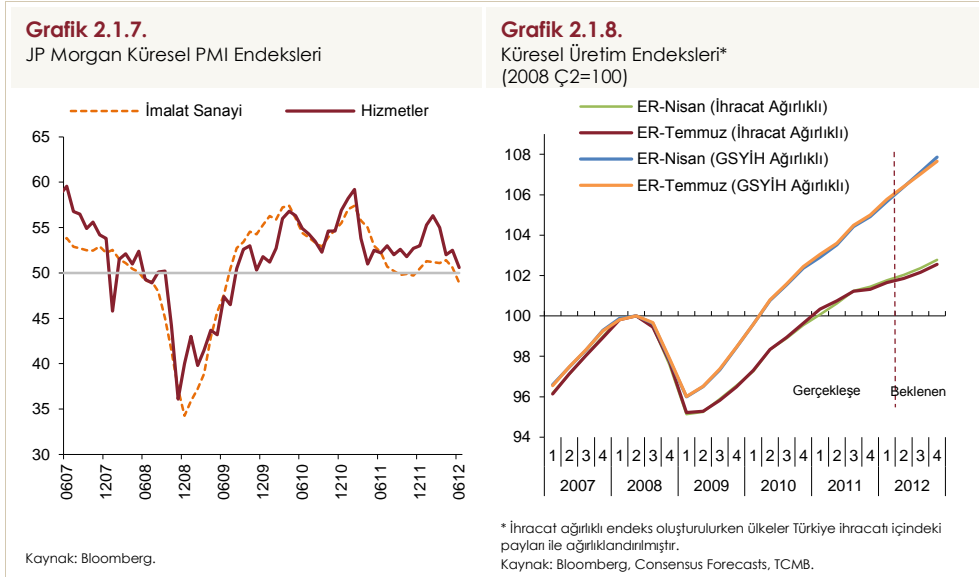
ABD GSYİH büyümesinin 2012 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 1,9 artış göstermiş olması ve aynı dönemde konut piyasasına ilişkin verilerin olumlu seyretmesi, tüketici ve yatırımcı güvenini artırarak ABD ekonomisinin görünümüne pozitif yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, konut sektöründe toparlanma sinyallerine karşın (Grafik 2.1.3 ve Kutu 2.1) işgücünde bir iyileşmenin gözlenmemiş olması ve Euro Bölgesi borç krizinin daha da ağırlaşarak küresel büyüme üzerinde belirsizlik oluşturmaya devam etmesi, ABD'nin önümüzdeki dönem büyümesi üzerinde belirgin bir aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Nitekim, yılın ikinci çeyreğine ilişkin PMI rakamlarındaki düşüş dikkat çekicidir (Grafik 2.1.4). 2011 yılının son çeyreğinde olduğu gibi, 2012 yılının ilk çeyreğinde de çeyreklik bazda daralma kaydeden Euro Bölgesi'nde de, ağırlaşan sorunlara paralel olarak, büyümenin yılın ikinci çeyreğinde sınırlı kalmaya devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 2.1.5).



Küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde, gelişmekte olan ekonomiler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin'in büyüme oranındaki düşme eğilimi 2012 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmiş ve GSYİH büyümesi yıllık bazda yüzde 7,6 olarak gerçekleşmiştir. Temelde tüketim kaynaklı gerçekleşen büyümeye dış talebin katkısı sınırlı olmuştur. Önümüzdeki döneme ilişkin PMI göstergeleri büyümenin sınırlı kalmaya devam edeceğini göstermektedir (Grafik 2.1.6).



Nisan Enflasyon Raporu döneminden bugüne geçen sürede açıklanan veriler, önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme görünümünün kötüleştiğine işaret etmektedir. Küresel PMI rakamları incelendiğinde, imalat sanayii alt endeksi ve hizmetler alt endeksinin yılın başında sınırlı bir miktar artış gösterdiği, ancak Mart ayından itibaren bu hareketin tersine döndüğü ve endekslerin düşüş kaydettiği görülmektedir (Grafik 2.1.7).



Yılsonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerine bakıldığında da, Temmuz ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan tahminlerin Nisan Enflasyon Raporu dönemindeki tahminlere göre daha olumsuz büyüme görünümüne işaret ettiği görülmektedir. Temmuz ayında, ABD ekonomisine ilişkin yılsonu büyüme tahminleri sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiş; Euro Bölgesi'ne ilişkin

tahminler de; İtalya, İspanya ve Yunanistan kaynaklı olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Temmuz ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu durum, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini, dolayısıyla küresel sorunların dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir (Grafik 2.1.8).

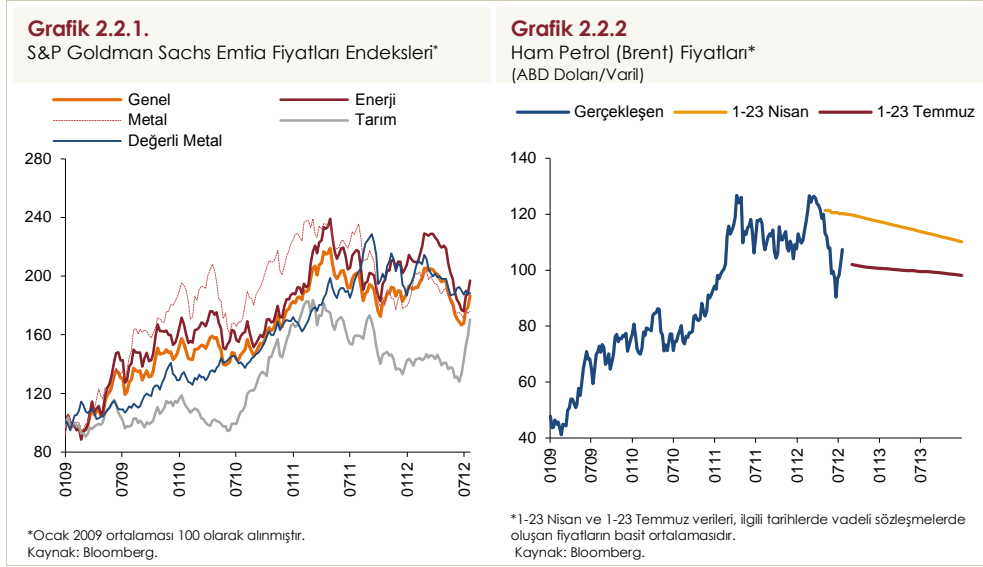
Tablo 2.1.1.
2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

Emtia genel endeksi 2012 yılının ikinci çeyreğinde, 2010 yılı son çeyreğinden bu yana gözlenen en düşük seviyelere geriledikten sonra büyük ölçüde arz yönlü sorunlar nedeniyle yeniden yükseliş eğilimine girmiştir. Enerji fiyatları olumsuz küresel büyüme görünümü sonucu gerilerken, Temmuz ayının ilk günlerinden itibaren Ortadoğu'da beliren jeopolitik sorunlar nedeniyle artış sergilemiştir. Tarım ürünleri fiyatlarında gözlenen gerileme eğilimi ise Haziran ayı ortalarından itibaren ABD'de belirginleşen kuraklığın getirdiği arz yönlü sorunlar nedeniyle kesintiye uğramış ve yerini sert yükselişlere bırakmıştır. Endüstriyel metal fiyatlarında küresel iktisadi faaliyete ilişkin endişeler baskın çıkmış ve sınırlı düşüş eğilimi korunmuştur. Öte yandan, başta ABD istihdam rakamları olmak üzere Euro Bölgesi ve Çin ekonomisine ilişkin açıklanan olumsuz veriler sonrasında söz konusu ülkelerce yeni bir parasal genişlemeye gidilme ihtimalinin belirmesi, değerli metal fiyatlarının hareketinde belirleyici olmaktadır (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).

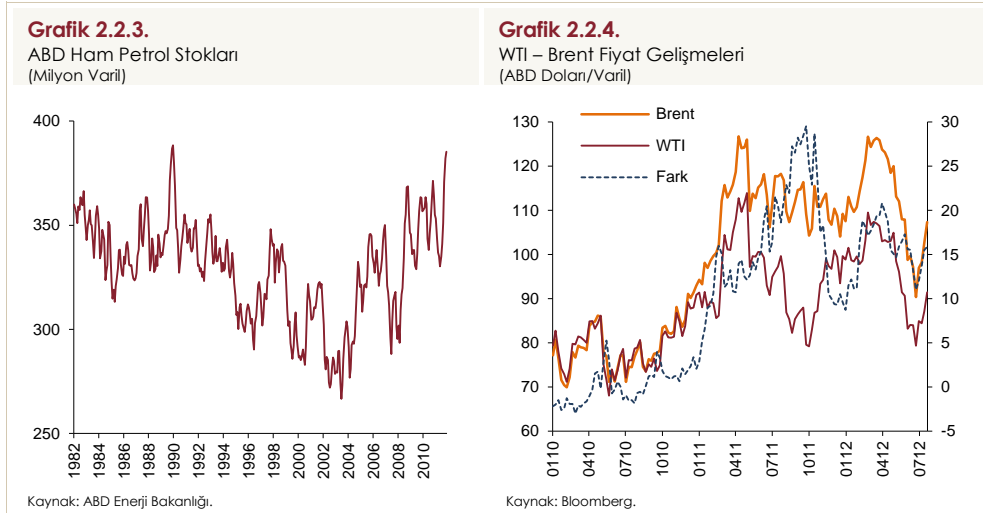


Bu dönemde talep yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. ABD'den gelen olumsuz istihdam rakamları, yoğun emtia kullanımı olan Çin sanayi üretiminin zayıf seyri ve Euro Bölgesi'nde Yunanistan'dan sonra İtalya ve İspanya ekonomilerine ilişkin endişelerin artması küresel büyüme görünümünü olumsuz yönde etkilemiş ve petrol fiyatları ikinci çeyrek sonlarında son on sekiz ayın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Euro Bölgesi liderlerinin Haziran ayı sonunda yaptığı toplantı ve ECB'nin faiz indirim kararı sonrasında olumlu bir görünüm oluşmuş olsa da, bölge ekonomisine ilişkin kaygıların giderilememiş olması petrol fiyatlarını aşağı yönlü baskı altında tutmaktadır.

Diğer taraftan, petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketinde arz yönlü gelişmeler de etkili olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki bozulmaya rağmen, Suudi Arabistan'ın ham petrol üretimini rekor seviyelerde devam ettirmesi ham petrol piyasası açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca ABD ve Kanada'da geleneksel olmayan yöntemlerle yapılan ham petrol üretimindeki artış neticesinde ABD ham petrol stokları 1990 yılından bu yana görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır (Grafik 2.2.3).

İran'la yaşanan nükleer krizi aşmak için yapılan müzakerelerin sonuçsuz kalması neticesinde, 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 ihracatının gerekse İran'dan petrol ithal eden diğer ülkelerin ham petrol ticaretinde sigortacılık hizmetlerinden faydalanmalarının önüne geçilmektedir. Bu gelişmeler neticesinde, deniz yoluyla

yapılan ham petrol ticareti için büyük öneme sahip olan Hürmüz Boğazı üzerinde İran ile ABD arasında tekrar anlaşmazlık yaşanması bölgedeki politik riskleri arttırmıştır. Suriye'de yaşanan siyasi gerginliklerin tırmanması, Irak'ta belirginleşen iç sorunlar petrol fiyatlarında artışa neden olan diğer jeopolitik gelişmeler olarak dikkat çekmektedir. Ayrıca dünya ham petrol ihracatı sıralamasında beşinci olan Norveç'te ham petrol endüstrisinde yer alan işçi ve işveren sendikaları arasında yaşanan anlaşmazlıktan sonra üretimin durdurulması kısa vadede petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri arttırmaktadır. Hükümetin üretim kesintisini önlemek için anlaşmazlığa müdahalede bulunması olumlu bir gelişme olarak görülürken, sorunun tam olarak çözüme kavuşmamış olması özellikle Brent tipi ham petrol fiyatları için bir risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır (Grafik 2.2.4).



Latin Amerika ve Rusya'nın ardından son dönemde ABD'de de gözlenen kuraklıkla tarım ürünlerinde arz yönlü sorunlar daha da belirgin hale gelmiştir. ABD'de ekim alanlarındaki artışlara bağlı olarak rekor düzeyde olması beklenen tahıl ürünleri üretiminin ülkedeki aşırı sıcak havaların etkisiyle beklenen seviyenin önemli ölçüde altında kalacağı ihtimalinin güçlenmesi tarım ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır (Tablo 2.2.1).

Sonuç olarak, küresel büyümedeki durgunluk emtia fiyatların üzerindeki baskıyı hafifletirken, ham petrol ve tarım ürünlerinde gözlenen arz yönlü sorunlar risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır. Bununla birlikte, Ortadoğu'da giderek yoğunlaşan jeopolitik sorunlar arz kanalı ile kısa ve orta vadede petrol fiyatlarında yukarı yönlü riskleri canlı tutmaya devam etmektedir.

Tablo 2.2.1.

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri*

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	
			Mayıs Tahminleri**	Temmuz Tahminleri
BUĞDAY (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	200,6	197,2	197,0	197,2
Üretim	651,1	694,7	677,6	665,3
Tüketim	654,5	694,7	686,5	680,1
Dönem Sonu Stoku	197,2	197,2	188,1	182,4
MISIR (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	144,1	124,3	127,6	129,4
Üretim	829,1	873,7	945,8	905,2
Tüketim	848,9	868,6	921,0	900,5
Dönem Sonu Stoku	124,3	129,4	152,3	134,1
PAMUK (milyon balya)				
Başlangıç Stoku	47,8	49,5	66,9	66,7
Üretim	116,4	122,7	116,7	113,8
Tüketim	114,7	106,6	110,0	109,0
Dönem Sonu Stoku	49,5	66,7	73,8	72,4

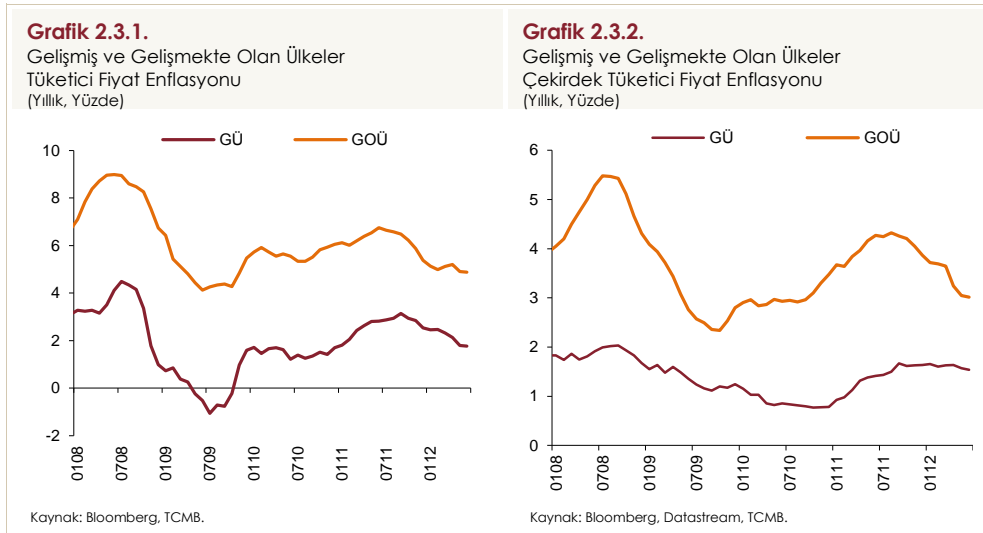
* Dünya toplam ihracat ve ithalat rakamlarının ülkeler arası farklılıklardan dolayı dengede olmaması ve pazarlama aşında meydana gelen kayıp ve tahrip sebebiyle verilerde uyumsuzluklar görülebilmektedir.

** 2012/2013 sezonu için ilk tahminler Mayıs ayı raporunda açıklanmıştır.

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

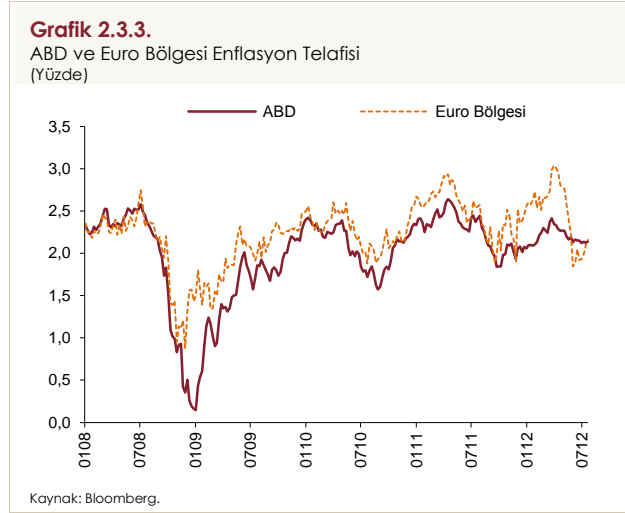
2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyon oranları gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde aşağı yönlü bir eğilim sergilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Bu dönemde emtia fiyatlarında gözlenen düşüş enflasyon oranlarındaki gerilemeyi destekleyen en önemli unsur olmuştur. Öte yandan, yıllık çekirdek enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde gerilemiş, gelişmiş ülkelerde ise yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.3.2).



2012 yılı ikinci çeyreğinde, başta İspanya'da ortaya çıkan bankacılık sektörü finansman ihtiyacı olmak üzere, Euro Bölgesi'ndeki olumsuz ekonomik gelişmeler, bölgenin büyüme görünümüne ilişkin endişelerin artmasında ve

enflasyon telafisinin belirgin biçimde düşmesinde etkili olmuştur (Grafik 2.3.3). Aynı dönemde ABD enflasyon telafisindeki düşüş ise sınırlı kalmıştır.



2012 ve 2013 yıllarına ilişkin küresel enflasyon tahminleri geçen Rapor dönemine kıyasla sınırlı oranda gerilemiştir (Tablo 2.3.1). Ancak, tarım fiyatlarında Haziran ayından bu yana gözlenmekte olan yüksek oranlı artışlar önümüzdeki dönemde küresel ölçekte enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecek bir risk unsuru olarak görülmektedir. Buna ek olarak, ECB'nin Euro Bölgesi'nde ekonomiyi canlandırmaya yönelik aldığı son kararların bölge ülkelerinde enflasyon oranlarının yükselmesine neden olabileceği düşünülmektedir. Öte yandan, son aylarda enerji fiyatlarında gözlenen düşüş eğiliminin önümüzdeki dönemde kesintiye uğraması, bahsi geçen olası yukarı yönlü etkileri artırmada rol oynayabilecektir.

Tablo 2.3.1.
2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

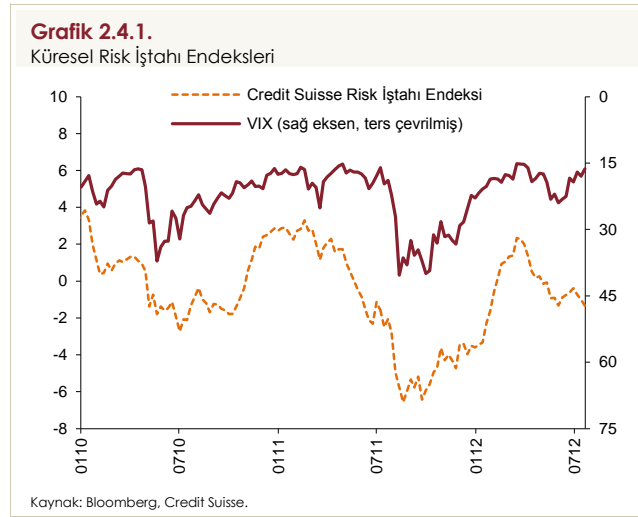
	2012		2013	
	Nisan	Temmuz	Nisan	Temmuz
Dünya	3,0	2,9	2,9	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,3	2,0	2,1	1,9
Euro Bölgesi	2,3	2,3	1,7	1,7
Almanya	2,0	2,0	1,8	1,8
Fransa	2,1	2,0	1,8	1,6
İtalya	3,0	3,0	2,4	2,0
İspanya	1,8	1,8	1,6	1,5
Yunanistan	0,9	0,6	0,5	1,9
Japonya	-0,2	0,1	0,0	0,0
İngiltere	2,8	2,7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

* Nisan ayında başlayan mali yıla göre.

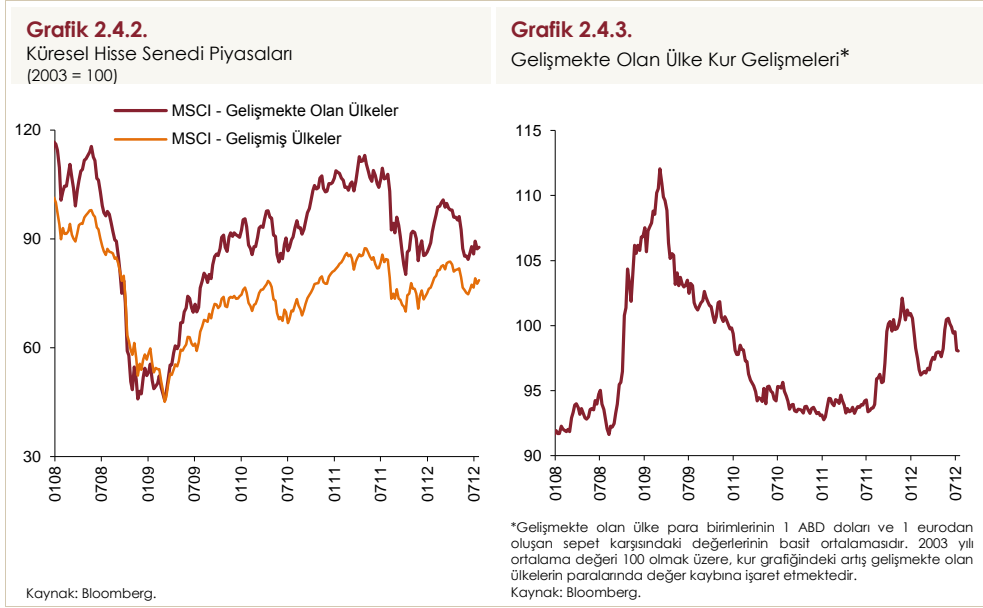
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

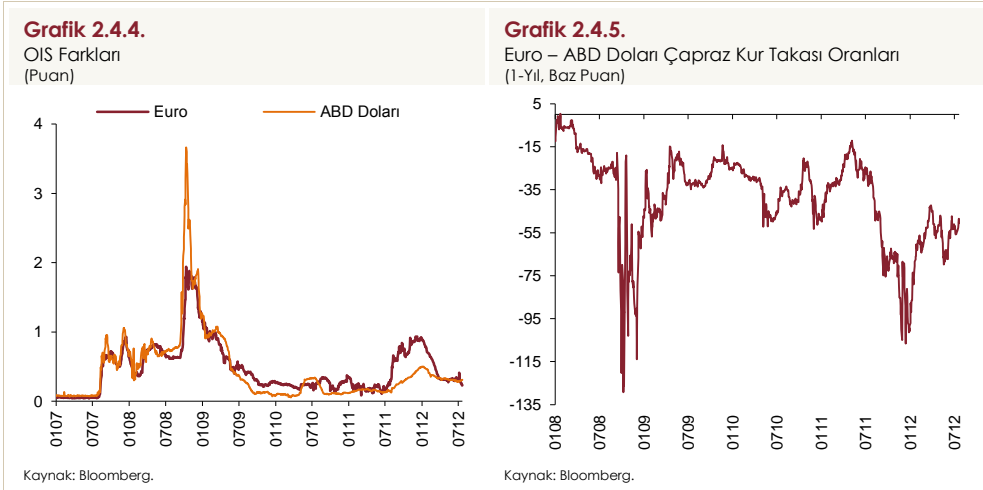
Son üç aylık dönemde, bankacılık sektörü kaynaklı sorunlar nedeniyle İspanya'ya ilişkin endişelerin artması ve Yunanistan'da yaşanan siyasi belirsizlikler Euro bölgesi borç krizini canlı tutan başlıca gelişmeler olmuştur. Euro Bölgesi'ne ait sorunların yanı sıra başta Çin ve ABD ekonomilerine ait olmak üzere iktisadi faaliyete ilişkin verilerin beklentilerin altında kalmasıyla Nisan ve Mayıs aylarında küresel risk iştahında düşüşler gerçekleşmiştir. İspanya bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi için dış destek sağlanması ve Yunanistan'da seçim sonuçlarının olumlu karşılanması, Haziran ayından itibaren risk iştahındaki bozulmayı durduran gelişmeler olmuştur. 28–29 Haziran tarihli AB zirvesinde İspanya bankacılık sektörüne yardım kararı çıkması ve Euro Bölgesi'nde bankacılık birliğine gidileceğine dair kararlar alınmasına rağmen, uygulamaya ve içeriğine ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmaması nedeniyle risk iştahında belirgin bir toparlanma gerçekleşmemiştir. Temmuz ayı ortalarından itibaren İspanya'da getirilerin borç sürdürülebilirliği endişelerini tetikleyecek seviyelere yükselmesi ve Yunanistan'ın mevcut istikrar programını uygulamada zorluk yaşadığı algılamasının güçlenmesi risk iştahını baskılamaya devam eden unsurlar olarak öne çıkmaktadır (Grafik 2.4.1).



Küresel risk iştahı gelişmeleriyle uyumlu olarak, hisse senedi piyasalarında önemli değer kayıpları yaşandıktan sonra kısmi bir toparlanma gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, değer kayıpları yaşayan gelişmekte olan ülke kurları, risk iştahının toparlanması ile kayıplarını kısmen telafi edebilmiştir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).

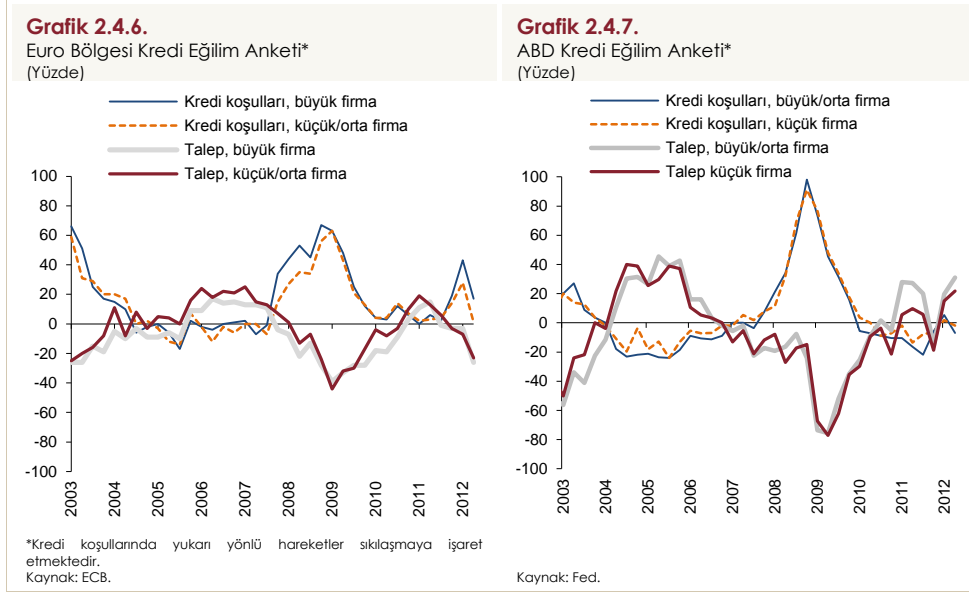


Para piyasaları gelişmeleri incelendiğinde, OIS farkı serilerinde son üç aylık dönemde belirgin bir değişiklik gerçekleşmediği gözlenmektedir. Merkez bankalarının gevşek politikalarına rağmen sektördeki karşı-taraf riski baskın kalmaya devam etmektedir (Grafik 2.4.4). Euro – ABD doları çapraz kur takas oranları İspanya bankacılık sektörü kaynaklı sorunlar nedeniyle son üç aylık dönemde de, euro aleyhine, yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.5).

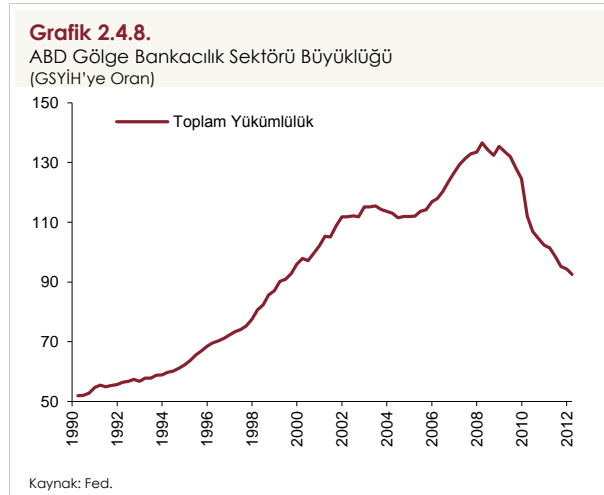


Euro Bölgesi borç krizi kredi piyasalarını da olumsuz etkilemeye devam etmektedir. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketi 2012 yılının ilk aylarında kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önemli ölçüde azalmasına rağmen, kredi talebindeki gerilemenin belirginleştiğine işaret etmektedir (Grafik 2.4.6). Diğer yandan Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi, ABD'de bankacılık

sektörünün kredi koşullarını bir miktar gevşettiğini ortaya koyarken, kredi talebinin 2011 yılı son çeyreğindeki kesintinin ardından toparlandığını ve küresel finansal kriz sonrası en yüksek değerlere ulaştığını yansıtmaktadır (Grafik 2.4.7).



Küresel krize dek hızlı bir şekilde büyüyen ve başta emlak sektöründe olmak üzere köpüklere neden olduğu gerekçesiyle eleştirilen gölge bankacılık sektörü faaliyetleri¹ gerilemeye devam etmektedir (Grafik 2.4.8).



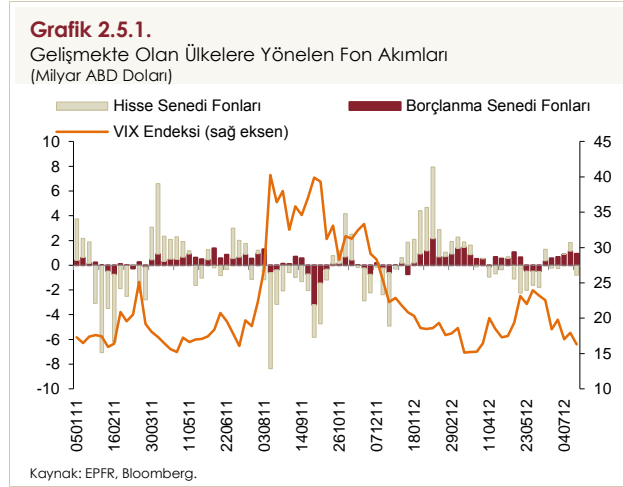
Son üç aylık dönemde küresel piyasalarda yaşananlar, kırılganlıkların canlı olduğuna ve Euro Bölgesi borç krizine ilişkin gelişmelerin ise gündemi belirlemeye

¹ Pozsar, Adrian, Ashcraft ve Boesky (2010) çalışması baz alınarak gölge bankacılık büyüklüğü yükümlülükler üzerinden hesaplanmıştır. Daha detaylı bilgi için bakınız: http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr458.pdf.

devam edeceğine işaret etmektedir. 28–29 Haziran tarihli zirvede alınan kararların uygulamasında beliren görüş ayrılıklarının giderilip giderilemeyeceği bu bağlamda büyük önem arz etmektedir. İspanya bankacılık sektörü kaynaklı gelişmeler başta olmak üzere, İtalya ile İspanya'nın borçlanma maliyetlerini etkileyecek gelişmelerin küresel piyasalarda belirleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir.

2.5. Sermaye Akımları

Küresel risk iştahında 2012 yılı ikinci çeyreğinde gözlenen bozulma eğilimi, yılın ilk çeyreğinde önemli oranda portföy yatırımı çekmiş olan gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarını beraberinde getirmiştir (Grafik 2.5.1). Gelişmekte olan Asya ülkeleri en yüksek miktarda fon çıkışları yaşayan ülke grubu olurken, portföy yatırımları açısından görece olarak en iyi performansı Latin Amerika ülkeleri sergilemiştir. Yükselen Avrupa ülkelerinde ise hisse senedi piyasalarından çıkışlar büyük oranda borçlanma senedi piyasalarına girişler ile telafi edilmiştir.



Çeyreklik olarak bakıldığında fon çıkışları ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarında gözlenmiş, ancak bu çıkışlar yılın ilk çeyreğinde gelişmekte olan ülke hisse senetlerine yönelen fonların yüzde 40'ından daha az bir bölümü ile sınırlı kalmıştır (Tablo 2.5.1). Borçlanma senedi piyasalarına yönelik yatırımlar ise yılın ilk çeyreğine kıyasla azalarak da olsa devam etmiştir.

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

	Toplam	Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları
2012 1.Çeyrek	32,9	22,7	10,2
2012 2.Çeyrek	-4,7	-8,7	4,0

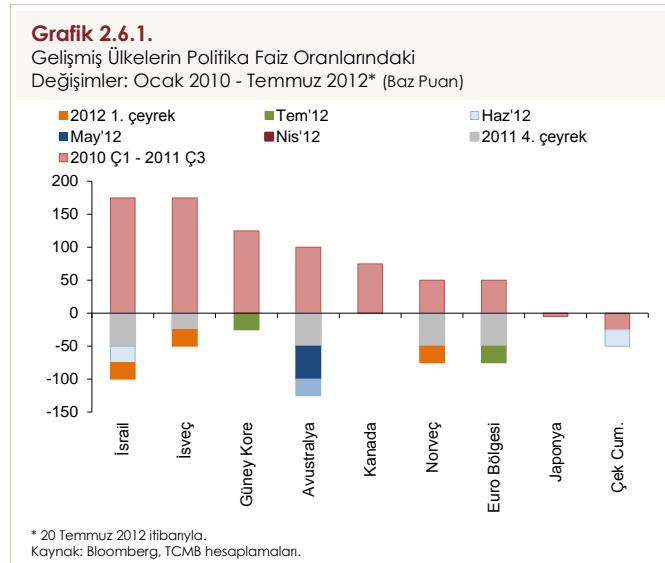
Kaynak: EPFR

Önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi'ne dair belirsizliklerin, yatırımcıların risk iştahını olumsuz yönde etkilemek suretiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını sınırlayabilecek en önemli risk unsuru olduğu düşünülmektedir.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

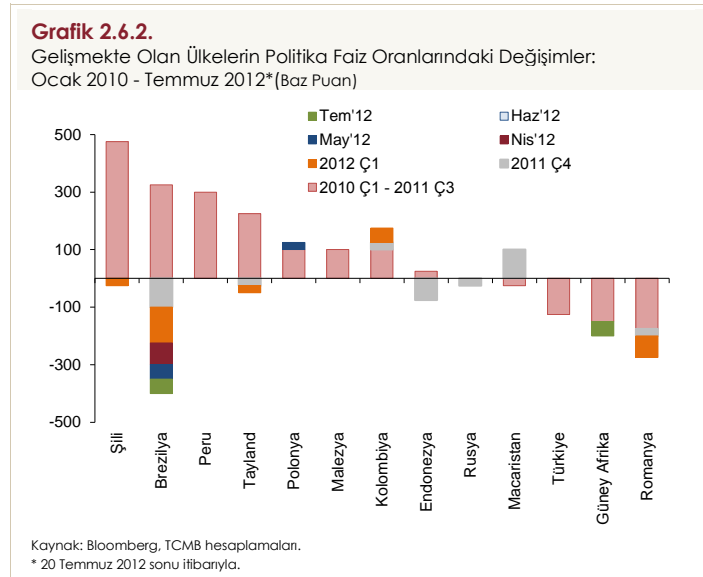
2012 yılı ikinci çeyreğinde para politikası kararlarını büyük ölçüde küresel büyüme görünümü belirlemiştir. Bu çerçevede, bir önceki çeyrek ile kıyaslandığında daha olumsuz bir görünüm arz eden küresel büyüme görünümüne bağlı olarak gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikasının belirgin olarak gevşediği görülmektedir.

Yılın ikinci çeyreğinde bazı gelişmiş ülkelerin politika faizlerini düşürmek suretiyle para politikalarını gevşettikleri görülmektedir. Euro Bölgesi'ndeki sorunları gidermeye yönelik önlemler paketinin giderek genişlemesi ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) fonlarının daha yaygın kullanılmaya başlanmasına karşın, Euro Bölgesi büyüme öngörülerini olumsuz yönde etkilemiş, buna bağlı olarak ECB politika faizini Temmuz ayında, beklentilerle uyumlu olarak, 25 baz puan düşürmüştür. Öte yandan, Kore Merkez Bankası'nın Temmuz ayında politika faizini 25 baz puan indirmesi piyasada sürpriz olarak değerlendirilmiştir. Çek Cumhuriyeti, Avustralya ve İsrail de yılın ikinci çeyreğinde faiz düşürmek suretiyle para politikalarını gevşetmiştir (Grafik 2.6.1).



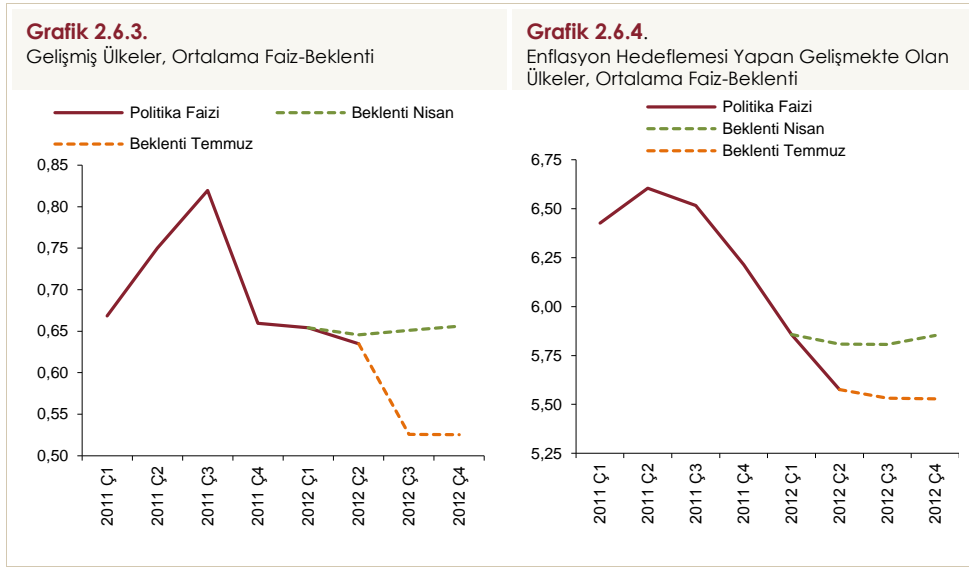
Yılın ikinci çeyreğinde, ABD Merkez Bankası (Fed) ve İngiltere Merkez Bankası'nın niceliksel genişleme araçları kullanarak para politikası duruşlarını gevşettikleri gözlenmiştir. Sözgelimi, Fed, 19 – 20 Haziran tarihli toplantısı sonrasında, Temmuz başında sona ermesi beklenen, piyasadaki uzun vadeli tahvilleri kısa vadeli tahvillerle değiştirme uygulamasını (Operation Twist) yılsonuna kadar uzattığını açıklamıştır. Buna gerekçe olarak hem orta vadeli istihdam öngörülerini hem de küresel mali piyasalardaki riskleri gösteren Fed, büyümenin öngörülerinin altında gerçekleşmesi ve enflasyon eğiliminin orta vadeli tahminlerinin altında kalması durumunda tekrar parasal genişlemeye gidebileceğinin de sinyallerini vermiştir. İngiltere Merkez Bankası da, Temmuz ayı toplantısında varlık alım programını 50 milyar sterlin artırdığını duyurmuştur.

Yılın ikinci çeyreğinde bazı gelişmekte olan ekonomilerde de politika faizlerinin düşmüş olduğu görülmektedir. Brezilya faiz düşürme eğilimini geçtiğimiz çeyrekte de sürdürmüştür. Güney Afrika 2010 yılı sonlarından itibaren ilk kez faiz indirimine başvurmuş ve politika faizini 50 baz puan düşürmüştür. Çin ve Hindistan merkez bankalarının da yapılan 56 ve 50 baz puanlık indirimler de, söz konusu ülkelerin, düşen GSYİH büyüme oranları konusundaki kaygılarını ortaya koymaktadır (Grafik 2.6.2).



Euro Bölgesi krizinin küresel büyüme görünümü üzerindeki olumsuz etkisinin beklenenin ötesinde olacağına dair algılamaların güçlenmesine bağlı olarak, yılın ikinci çeyreğinde küresel para politikası, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde beklenenin üzerinde gevşemiştir. Buna ilaveten, bir önceki Enflasyon

Raporu döneminde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde politika faizlerinin bir süre daha paralel seyrettikten sonra yılsonuna doğru artma eğilimine girmesi beklenirken, yılın ikinci çeyreği itibarıyla, faizlerdeki düşme eğiliminin yılın geri kalanında da devam etmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler ile kıyaslandığında, gelişmiş ülkelerde, yılsonuna ilişkin faiz beklentilerinin Nisan Enflasyon Raporu'na göre çok daha belirgin olarak aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Bunun, büyük ölçüde, ECB'nin tekrar faiz indirimine gideceğine dair algılamaların güçlü olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).



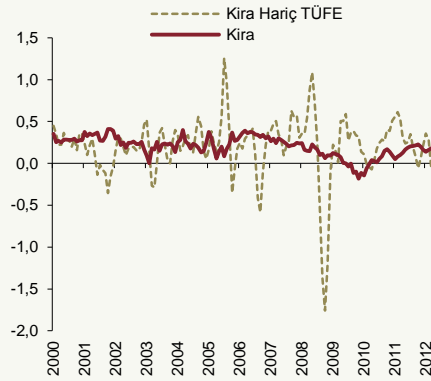
Kutu
2.1

ABD Konut Piyasası Dinamikleri

Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde 2007 yılı sonrası dönemde konut fiyatlarında gözlenen düşüşler hem konut kredilerindeki temerrüt oranlarını arttırmış hem de yeni konut yapımının azalmasına sebep olmuştur. Krizden çıkışta da ev fiyatlarının artmaya başlamasına bağlı olarak konut yapımının artmasının etkili olacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda uzun ve kısa dönem görelî kira hareketleri ve ipotekli konut kredisi faiz oranları kullanılarak ABD konut piyasası analiz edilmekte, ayrıca yüksek seviyedeki konut stokunun muhtemel etkileri tartışılmaktadır.

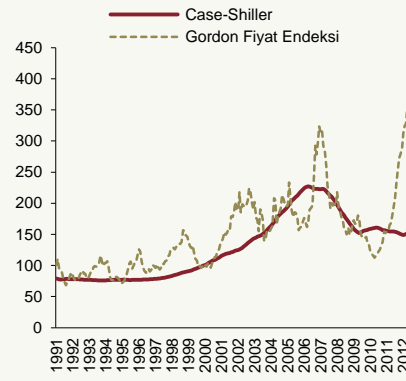
ABD ekonomisinde krizin başladığı 2007 yılından bu yana kira enflasyon oranı kira dışı enflasyon oranından genel olarak düşük seyretmiştir. Uzun dönem görelî fiyat hareketleri göz önüne alındığında, sağlıklı bir konut piyasasında, kira enflasyonunun kira hariç enflasyondan yüksek olması beklenmektedir (Arslan ve Kanık (2012)). Son dönemde kira enflasyonunun uzun dönem seviyelerine yaklaşması, ABD konut piyasasının normale dönmeye başladığının ilk işareti olarak algılanmaktadır (Grafik 1).

Grafik 1. ABD Enflasyon Oranları
(Mevsimsellikten Arındırılmış Kira ve Kira Dışı TÜFE-Üç Aylık Hareketli Ortalamalar)



Kaynak: Bureau of Labor Statistics.

Grafik 2. Case-Shiller (Ocak 2000 = 100) ve Gordon Konut Fiyat Endeksleri (Ocak 2000=100)



Kaynak: standardandpoors.com, Arslan ve Kanık (2012).

Konut piyasasında kiranın yanında ipotekli konut kredisi faiz oranları da önemli bir etkiye sahiptir. Faiz oranları kredinin maliyetini etkilediğinden, kredi talebini, dolayısıyla da konut talebini etkilemektedir. Tüketiciler tarafından en çok tercih edilen 30 yıl vadeli ipotekli kredinin faiz oranları 1986 yılından günümüze kadar azalan bir eğilim göstermiş, 2001 yılında Fed'in uyguladığı genişleyici para politikası neticesinde yüzde 6 seviyesine kadar gerilemiştir. 2007 yılında başlayan ekonomik

krizin etkilerini azaltmak maksadı ile Fed'in uyguladığı gerek çok düşük faiz, gerekse ipotekli konut kredilerine dayalı varlık alımı politikaları sayesinde 30 yıl vadeli ipotekli konut kredi faizleri yüzde 5 seviyesine kadar düşmüş, son aylarda ise yüzde 4 seviyelerinin de altına inmiştir.² Tarihsel düşük seviyelerde seyreden konut kredisi faiz oranları konut piyasasında toparlanmaya yardımcı olacak bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

Kira ve faiz oranlarının etkilerini bir çeşit indirgenmiş nakit akımları modeli olan Gordon büyüme modeli kullanılarak beraber incelemek de mümkündür. Gordon fiyatlama formülü aşağıdaki denklemde gösterilmektedir:

$$P = \frac{K}{r - g}$$

Denklemde P Gordon fiyatını, K bir dönem sonraki konut kirasını, g konut kirasının büyüme oranını (sabit kira enflasyonu), r ise konut kredi faiz oranlarını ifade etmektedir. Denklem, konut finansmanının konut kredisi ile yapıldığı varsayımı altında, Gordon fiyatlarının faizlerin azalması ve kira enflasyonunun artması ile yükseleceğini tahmin etmektedir.

Gordon fiyatlama formülünden elde edilen Gordon Konut Fiyat Endeksi (KFE), Case-Shiller KFE ile birlikte Grafik 2'de gösterilmektedir. Gordon KFE'nin uzun dönemde gayrimenkul piyasasındaki fiyatlarla benzer eğilimde hareket ettiği görülmektedir. Öte yandan, son dönemde Gordon KFE Case-Shiller KFE'den oldukça ayrılmış ve Nisan 2012 itibarıyla Gordon KFE'nin Case-Shiller KFE'ye oranı 2,36 seviyesine çıkmıştır. Bu değer, Case-Shiller KFE'nin Gordon KFE'den oldukça düşük bir seviyede olduğunu ve yükselme potansiyeli taşıdığını düşündürmektedir.

Sonuç olarak, yapılan analizler önümüzdeki dönemde faiz oranları ve kira dinamiklerinin ABD'de konut piyasasında toparlanmaya katkıda bulunacağına işaret etmektedir. Bununla birlikte, toparlanma üzerinde halen belirgin aşağı yönlü riskler bulunmaktadır. Nitekim satışa hazır bekleyen konut stokunun kriz sonrasında artması, düşük faiz oranlarından sadece sınırlı sayıda tüketicinin faydalanabilmesi ve Euro Bölgesi borç krizinin daha da derinleşme olasılığı analizde yapılan tahminler açısından aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, Gordon fiyatlama formülünün risk ve beklenti gibi önemli unsurları içermemesi tahminleri etkileyebilecek diğer önemli bir faktör olarak düşünülmektedir.

Kaynakça

Arslan, Y. ve B. Kanık (2012). "ABD Kira Enflasyonu ve Konut Fiyat Dinamikleri," TCMB Ekonomi Notları, 12/03.

² Benzer hareketler diğer vadelerdeki konut kredisi faiz oranlarında da gözlenmektedir.

