

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

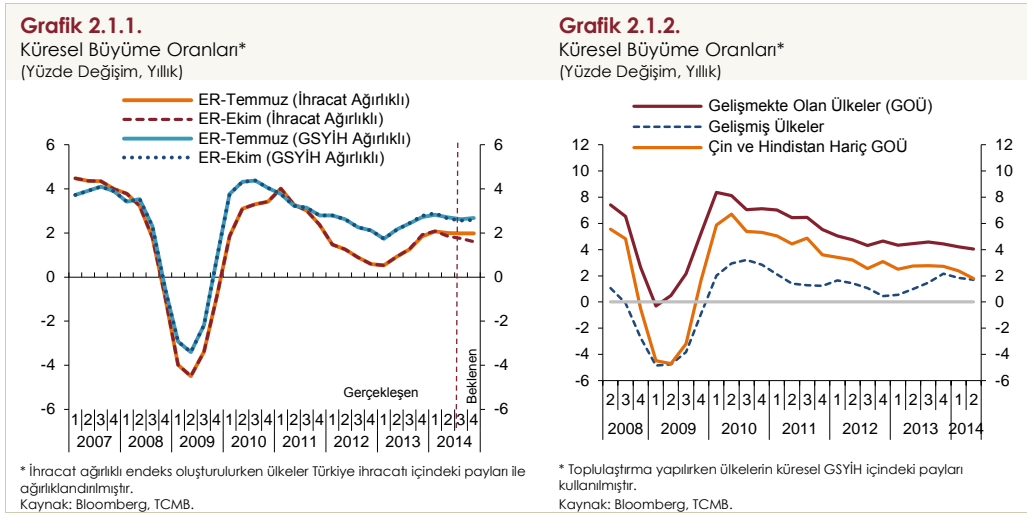
2014 yılının ilk yarısında küresel iktisadi faaliyetin artış hızı beklentilerin altında seyretmiştir. Söz konusu gelişmede, temel olarak, ABD büyümesinin yılın ilk çeyreğinde gerilemiş olması; Rusya ve Ukrayna'da iktisadi faaliyetin zayıf seyri; Brezilya başta olmak üzere Latin Amerika Bölgesi'nde büyüme oranlarının düşmesi; Euro Bölgesi'nde düşüş kaydeden büyüme oranları; Japonya'da büyümenin beklentilerin altında kalması ve Çin'in yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetindeki zayıf seyir belirleyici olmuştur. Söz konusu dönemde, ülkelerde farklı büyüme eğilimleri gözlenmiş olmasına karşın, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme hızının yavaşlamış olduğu görülmektedir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler ise küresel büyümede sınırlı da olsa bir iyileşme görülebileceğine işaret etmektedir. Söz konusu iyileşmede, gelişmiş ülkeler tarafında ABD'nin; gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Çin ve Hindistan'ın belirleyici olacağı düşünülmektedir.

Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın halen sınırlı düzeylerde seyrediyor olmasına bağlı olarak küresel enflasyon oranları düşük kalmaya devam etmiştir. Zayıf seyreden küresel büyümeye paralel olarak yılın üçüncü çeyreğinde azalış kaydeden emtia fiyatları da enflasyon üzerinde aşağı yönlü bir etki oluşturmuştur. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarında gözlenen artışların yılın ikinci çeyreğinden itibaren durmuş olduğu görülürken; gelişmiş ülkeler tarafında ise, yüksek çıktı açıklarına bağlı olarak, enflasyon oranlarının merkez bankaları hedeflerinin altında seyretmeye devam ettiği görülmektedir. Buna paralel olarak, yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülkeler para politikası büyümeyi destekler nitelikte gevşek seyretmeye devam etmiştir. Ne var ki, büyüme görünümündeki farklılaşma nedeniyle Fed ve ECB para politikaları da belirgin bir şekilde ayrışmaya başlamış; Fed varlık alımlarını azaltmaya devam ederken, ECB ise Haziran ve Eylül ayında gerçekleştirdiği faiz indirimleri ve likidite politikası aracılığıyla para politikasını gevşetmiştir. Aynı dönemde, gelişmekte olan ülkeler para politikasında genel eğilim, sınırlı da olsa, gevşeme yönünde olmuştur. Önümüzdeki döneme bakıldığında ise, ABD dışında kalan diğer gelişmiş ülkelerde para politikasının gevşek seyretmeye devam etmesi beklenmektedir. Benzer şekilde, gelişmekte olan ülkeler grubunda da para politikasının çoğunlukla gevşek seyredeceği düşünülmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları, risk iştahındaki dalgalı seyir çerçevesinde bir önceki çeyreğe göre daha oynak seyretmiş olmakla birlikte, toparlanma eğilimini devam ettirmiştir. Önümüzdeki döneme bakıldığında, Fed'in genişletici para politikasından çıkış stratejisine dair belirsizlikler ve küresel ölçekte iktisadi faaliyetin henüz belirgin bir toparlanma eğilimine girmemiş olması gelişmekte olan ülkeler grubuna yönelen sermaye akımları üzerinde aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Buna ilaveten, Fed'in beklenenden daha güçlü bir faiz artırımını yapabileceğine dair algıların güçlenmesi ve jeopolitik gelişmeler önümüzdeki dönemde risk iştahının dalgalı seyrine devam edebileceğine, buna bağlı olarak portföy girişlerinin de bir müddet daha oynak seyredebileceğine işaret etmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

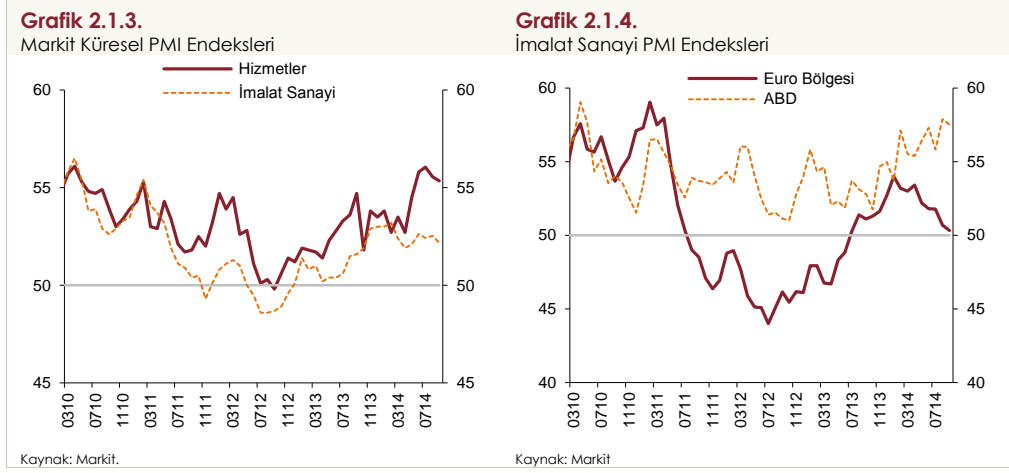
Küresel ekonominin büyüme hızında yılın ilk çeyreğinde gözlenen yavaşlama eğilimi, ikinci çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Söz konusu dönemde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır (Grafik 2.1.2). Küresel büyümenin yavaşlamasında Euro Bölgesi büyümesinin çeyreklik bazda sıfır olarak gerçekleşmesi önemli bir rol oynamış; benzer şekilde, Japonya ve Brezilya ekonomilerinde yaşanan resesyon da anılan dönemde küresel büyüme hızını aşağı çekmiştir. Buna karşın, ABD ve Çin, yılın ikinci çeyreğinde küresel büyüme hızını yukarı yönlü etkilemiştir. Dikkat çekici bir gelişme ise küresel kriz sonrası dönemde ilk defa Çin ve Hindistan hariç gelişmekte olan ülkelerin büyümesinin gelişmiş ülkeler büyümesi seviyesine gerilemesi olmuştur.



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, bir önceki çeyreğe göre daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Ancak bu dönemde, Euro Bölgesi imalat sanayi PMI endeksinin belirgin bir şekilde gerilemiş olması, yılın ikinci çeyreğinde durma noktasına gelen Euro Bölgesi büyümesinin üçüncü çeyrekte eksiye dönebileceğini göstermektedir. Buna karşın, ABD'de imalat sanayi PMI verileri yılın üçüncü çeyreğinde de olumlu seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.4). Ayrıca, ABD işgücü piyasasındaki olumlu görünümün söz konusu dönemde de devam etmiş olması ve işsizlik oranının Eylül ayı itibarıyla yüzde 5,9 seviyesine gerilemiş olması, ABD ekonomisinin yılın üçüncü çeyreğinde de büyümeye devam edeceğine işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkelere ise PMI verileri yılın üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğe göre daha iyi bir büyüme performansı ortaya koyabileceğine işaret etmektedir. Söz konusu ülkelere yönelen sermaye akımlarında Mayıs ve Haziran aylarında meydana gelen toparlanmanın, yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiş olmasının bu gelişmede etkili olduğu düşünülmektedir.

Özetle, küresel ekonominin yılın üçüncü çeyreğinde de yılın ilk yarısına benzer bir performans sergilemesi beklenmektedir. Bu çerçevede, söz konusu dönemde, gelişmiş ülkeler tarafında ABD'nin; gelişmekte olan ülkelere ise Çin ve Hindistan'ın küresel büyümeye belirgin bir şekilde pozitif katkı vermesi beklenmektedir. Buna karşın, Euro Bölgesi'nin ve Doğu Avrupa ve Latin Amerika'daki

gelişmekte olan ekonomilerin ise küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü bir etkisinin olması beklenmektedir.



Ekim ayı Consensus Forecasts bültenlerine bakıldığında, 2014 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminlerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, ABD ve İngiltere için yukarı yönlü, Euro Bölgesi ve Japonya için ise aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminleri ise, Hindistan için yukarı yönlü güncellenirken; başta Brezilya olmak üzere Latin Amerika ülkeleri için ise aşağı yönlü olarak güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu veriler çerçevesinde güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri, küresel ekonominin yılın geri kalanında da büyümeye devam edeceğine, ancak, büyüme hızının geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminde verilen tahminlerin bir miktar altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.1). Bu çerçevede, Fed'in genişletici para politikasından çıkış stratejine ilişkin belirsizlikler, Euro Bölgesi'nde gözlenen yavaşlamanın olası boyutu ve süresi ile gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında gözlenen oynaklık, önümüzdeki dönemde küresel büyümeyi olumsuz yönde etkileyecek faktörler olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.1.1.

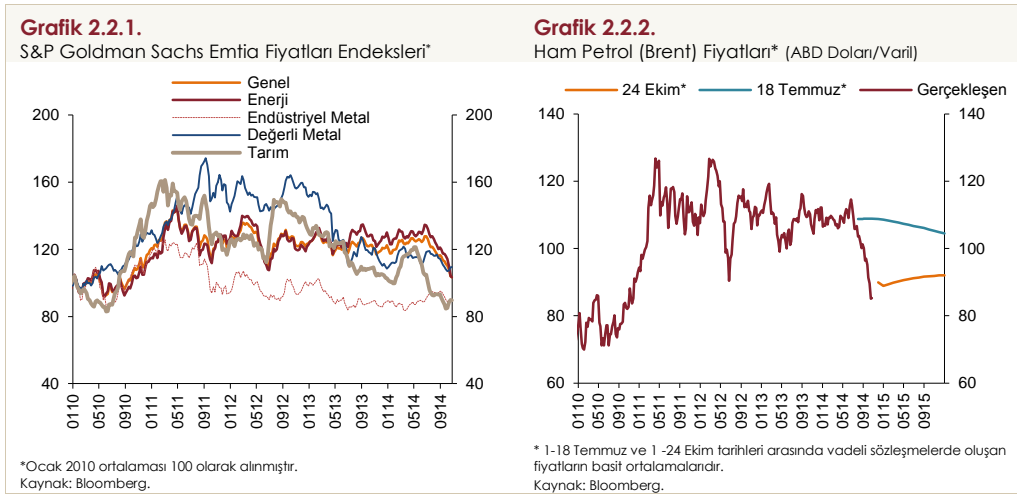
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	2,6	3,2	2,7	3,2
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,6	3,0	2,2	3,1
Euro Bölgesi	1,1	1,6	0,8	1,2
Almanya	2,0	2,0	1,4	1,5
Fransa	0,7	1,2	0,4	0,8
İtalya	0,3	1,1	-0,3	0,5
İspanya	1,1	1,7	1,3	1,9
Japonya	1,5	1,3	1,1	1,2
İngiltere	3,0	2,6	3,1	2,6
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	6,0	6,1	6,0	6,1
Çin	7,3	7,2	7,3	7,1
Hindistan	5,4	6,2	5,6	6,3
Latin Amerika	1,7	2,6	1,2	2,2
Brezilya	1,1	1,5	0,3	1,0
Doğu Avrupa	1,5	2,5	1,5	2,2

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

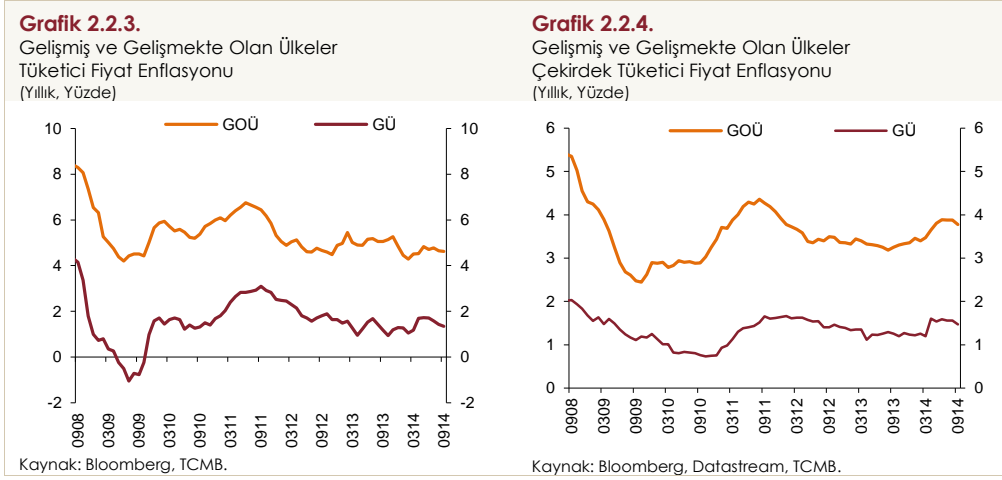
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

2014 yılının üçüncü çeyreğinde emtia fiyatları genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 12,8 oranında düşmüştür. Söz konusu dönemde endeksin tüm alt kalemlerinde düşüş gözlenmiştir. Tarım fiyatları yüzde 16,4 oranındaki azalışla son dört yılın en düşük seviyesine gelirken, enerji fiyatları da yüzde 13,9 oranında gerilemiş; böylelikle bu iki alt kalem genel endekste düşüşün temel belirleyicileri olmuştur. Değerli metal ve endüstriyel metal fiyatları ise sırasıyla yüzde 9,7 ve 2,4 oranlarında düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Üçüncü çeyrekte tarım fiyatları olumlu iklim koşullarına bağlı olarak yüksek seyreden üretim seviyesi nedeniyle belirgin olarak azalış kaydetmiştir. Alt kalemler bazında bakıldığında, Eylül sonu itibarıyla fiyatlardaki düşüşün, yıllık, yüzde 30 civarında olduğu görülmektedir. Petrol fiyatları ise aynı dönemde üretim ve stoklarının yüksek seviyesi ile küresel ölçekte zayıf seyreden talep koşulları çerçevesinde belirgin bir oranda düşmüştür. Üçüncü çeyrek sonu itibarıyla 93,2 ABD doları seviyesinde bulunan Brent tipi ham petrol fiyatlarının önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerine bakıldığında da, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli miktarda düşüş beklendiği görülmektedir (Grafik 2.2.2). Buna karşın, Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler, önümüzdeki dönem petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu gelişmelere ek olarak, endüstriyel metal fiyatları da, temel olarak, Çin ekonomisine dair kaygılar nedeniyle bu dönemde gerilemiştir.

Emtia fiyatlarındaki söz konusu görünüm, yılın üçüncü çeyreğinde, gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ülke enflasyon oranlarını sınırlamıştır. Bu dönemde geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler tüketici fiyat enflasyonunda düşüş görülürken, çekirdek enflasyonda belirgin bir değişim meydana gelmemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise genel ve çekirdek enflasyon oranları düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Önümüzdeki döneme bakıldığında, ABD ve Euro Bölgesi ile Asya Pasifik Bölgesi için 2014 ve 2015 yıl sonlarına ilişkin enflasyon tahminlerinin aşağı yönlü; Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeleri için ise yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Japonya için ise 2014 yıl sonu enflasyonunda sınırlı bir yukarı yönlü güncelleme söz konusudur (Tablo 2.2.1). Bu çerçevede, halihazırda emtia piyasalarında gözlenen arz fazlasının küresel enflasyon üzerinde aşağı yönlü etki yapması beklenirken; finansal risklere dayalı olarak döviz kurlarında görülebilecek oynaklıkların gelişmekte olan ülkelerde maliyet yönlü enflasyon riskleri oluşturabileceği ve talep koşullarının önümüzdeki dönem küresel enflasyon görünümü üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir.

Tablo 2.2.1.
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	3,2	3,1	3,2	3,1
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,0	2,1	1,8	1,8
Euro Bölgesi	0,7	1,2	0,5	1,0
Almanya	1,1	1,8	1,0	1,6
Fransa	0,7	1,1	0,6	1,0
İtalya	0,5	0,9	0,2	0,6
İspanya	0,2	0,8	0,0	0,7
Yunanistan	-1,0	-0,1	-1,0	0,0
İngiltere	1,7	2,0	1,7	1,9
Japonya	2,7	1,8	2,8	1,8
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	3,3	3,5	3,1	3,3
Çin	2,4	2,9	2,3	2,7
Hindistan	8,0	6,9	7,7	6,8
Latin Amerika	11,4	10,4	12,0	11,7
Brezilya**	6,4	6,0	6,4	6,3
Doğu Avrupa	5,4	4,9	6,0	5,3

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

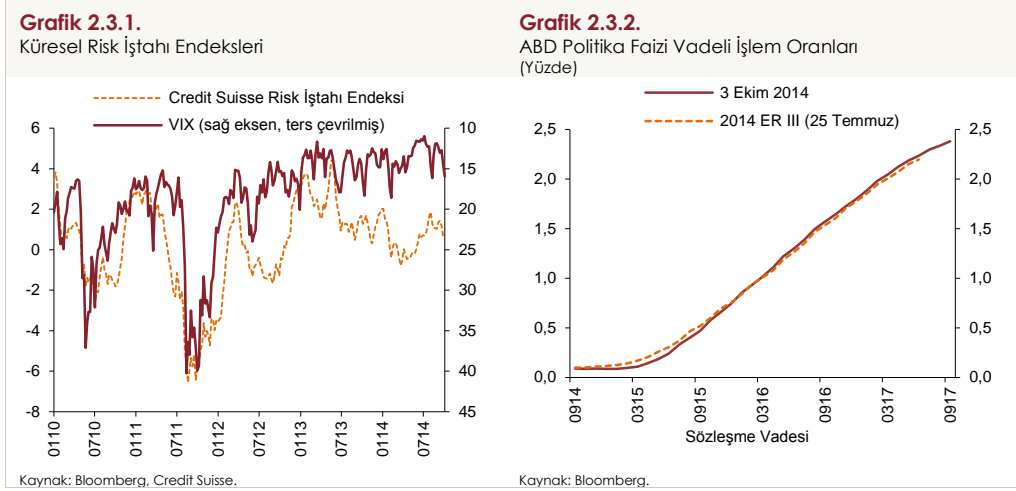
** Aralık/Aralık enflasyonu.

Kaynak: Consensus Forecasts.

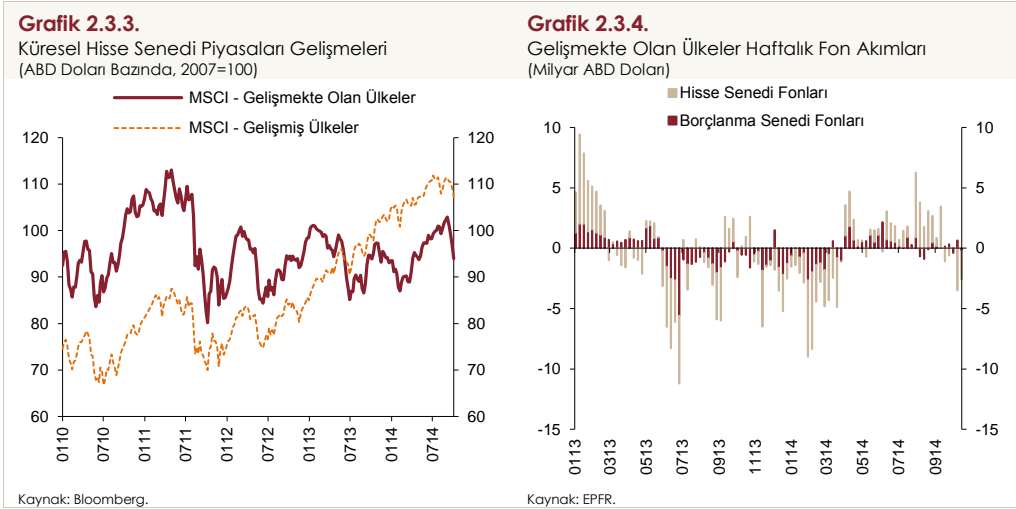
2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

Yılın üçüncü çeyreğinde, küresel iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamanın yanı sıra jeopolitik gelişmeler ve Fed'in yakın zamanda yapabileceği faiz artırımının miktarına ilişkin beklentilerin yükselmesinin etkisiyle küresel risk iştahı dalgalı seyretmiştir (Grafik 2.3.1). Öte yandan, ABD politika faizine ilişkin vadeli işlem sözleşmelerine bakıldığında, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentilerin değişmediği ancak beklenen artış miktarının, uzun vadede, sınırlı oranda arttığı

görülmektedir (Grafik 2.3.2). Bununla birlikte, politika faizi beklentilerindeki söz konusu artışın ABD hazine bonusu getirilerine yansımadağı gözlenmiştir (Grafik 2.4.3).



Yılın ikinci çeyreğinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarında meydana gelen değerlenme eğilimi, küresel risk iştahının dalgalı seyretmesi sonucunda, yılın üçüncü çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, tersine dönmüştür (Grafik 2.3.3). Öte yandan, küresel iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlama ve büyümede ülkeler bazında gözlenen ayrışmanın etkisiyle özellikle Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinin borçlanma senedi getirilerinde belirgin artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.1.1).



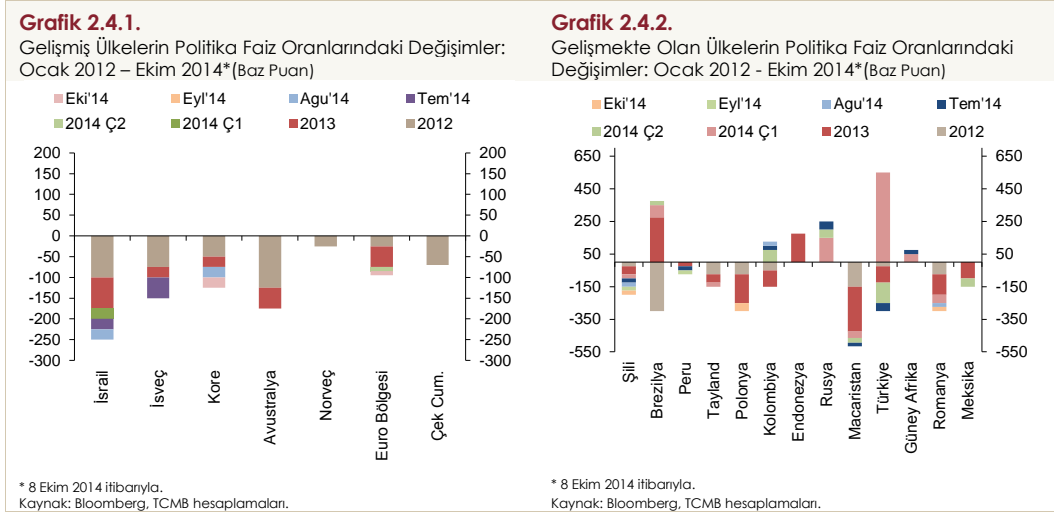
Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında yılın ikinci çeyreğinde başlayan toparlanma eğilimi üçüncü çeyrekte devam etmiştir. Sermaye girişleri bu dönemde küresel risk iştahı gelişmeleri çerçevesinde önceki çeyreğe kıyasla daha oynak bir seyir izlemiştir (Grafik 2.3.4). Portföy dağılımı bazında, hisse senedi piyasalarına girişler önceki çeyreğe kıyasla belirgin biçimde artarken, borçlanma senedi piyasalarına girişlerin oldukça sınırlı kaldığı görülmüştür.

Fed'in genişletici para politikasından çıkış stratejisine dair belirsizliğin yanında, gelişmekte olan ülkelerde büyümenin durağan seyretmesi ve küresel büyüme görünümünde henüz belirgin bir

toparlanma eğilimi gözlenmiyor olması, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü riskler olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında, Fed ve Avrupa Merkez Bankası'nın para politikalarındaki ayrışma ile jeopolitik gelişmeler de söz konusu aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu çerçevede, küresel risk iştahındaki dalgalanmaların ve portföy akımlarında gözlenen oynaklığın bir süre daha devam edeceği öngörülmektedir.

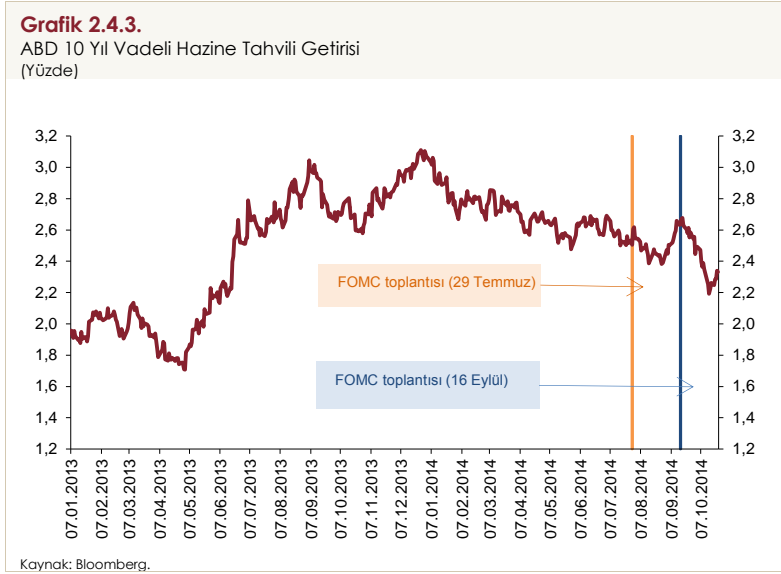
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğinde para politikası açısından en önemli gelişme büyüme görünümündeki farklılaşmaya paralel olarak ECB ve Fed para politikalarının da birbirinden belirgin şekilde ayrışmaya başlaması olmuştur. Söz konusu ayrışma ECB'nin Haziran ayında gerçekleştirdiği faiz indirimiyle başlamış, Euro Bölgesi büyüme öngörülerinin takip eden dönemde daha da aşağı yönlü güncellenmesi neticesinde Eylül ayında yapılan 10 baz puanlık ilave indirim ile daha da belirginleşmiştir. Diğer gelişmiş ülkelerden İsveç, İsrail ve Kore merkez bankalarının da Temmuz-Ekim döneminde politika faizlerini indirdikleri görülmektedir (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelerde ise, siyasi çalkantılardan etkilenen Rusya'da ve enflasyon eğiliminin hız kazandığı Kolombiya'da artırılan politika faizlerine karşın, genel eğilimin daha çok gevşeme yönünde olduğu görülmüş; Şili, Peru, Romanya ve Polonya merkez bankalarının son dönemde faiz indirimine gittikleri gözlenmiştir (Grafik 2.4.2).



Geçtiğimiz dönemde, Fed, beklenildiği gibi varlık alımlarını azaltmaya aynı şekilde devam etmiş, Ekim ayı toplantısında bu programın sonlandırılacağı sinyalini vermiştir. İşsizlik oranının hızla gerilemesinden sonra, Fed toplantı duyurularında, politika faizinin ve para politikasının gelecekte nasıl şekilleneceğine dair sözle yönlendirmelerini işgücü piyasası verilerine dayandırmak yerine varlık alım programını tamamlanmasından sonra "belirgin bir süre daha" politika faizlerini artırmayacağı yönünde bir ifade kullanmaya başlamıştır. Eylül ayı toplantısı öncesinde Fed'in bu ifadeyi kaldırarak daha erken faiz artırımına gideceği yönünde bir sinyal verebileceği beklentisine bağlı olarak uzun dönemli faizler artmış, ne var ki, toplantı tutanaklarında söz konusu ifadenin korunması üzerine faizler tekrar düşüşe geçmiştir (Grafik 2.4.3). Uzun dönemli faizlerdeki bu düşüşün miktarı, diğer büyük merkez bankalarından gelen gevşek politika sinyallerinin de etkisiyle, bir aylık sürede 45 baz puana ulaşmış; ancak Ekim ayı ortasından itibaren tekrar bir miktar yükselmiştir.

ECB, Eylül toplantısında bir kez daha enflasyon oranının orta vadeli hedefin oldukça altında kaldığına vurgu yapmış ve politika faizini 10 baz puan daha indirerek binde 5 düzeyine çekmiştir. Halihazırda negatif olan borç alma faiz oranı da aynı ölçüde indirilmiştir. Bu kararın ardından getiri eğrisinin kısa ucunun neredeyse 2 yıllık vadelere kadar negatif değerlerde seyrettiği görülmektedir. Ayrıca, ECB, 2014 yılı son çeyreğinde başlayacak ve iki yıl sürecek yeni bir tahvil alım programını uygulamaya koymuştur. Yapılan açıklamada söz konusu programın, likidite koşullarını rahatlatmakta önemli bir işlev göreceğine ve ECB ve diğer gelişmiş ülke para politikalarının önümüzdeki dönemde ayrışacağına dair önemli bir sinyal oluşturduğuna vurgu yapılmıştır.



ECB'nin enflasyon ve büyüme öngörülleri mevcut para politikası stratejisinin önemli bir süre daha devam edeceğine işaret etmektedir. Eylül ayında açıklanan rakamlara göre ECB, Euro Bölgesi tüketici fiyatları enflasyonunun 2014 yılında yüzde 0,6; 2015 yılında yüzde 1,1 ve 2016 yılında yüzde 1,4 olmasını beklemektedir. Buna göre, enflasyonun 2016 yılı sonunda dahi orta vadeli hedefin altında kalacağı öngörülmektedir. Söz konusu yıllara ilişkin büyüme öngörülleri ise, sırasıyla, yüzde 0,9; yüzde 1,6 ve yüzde 1,9 olarak açıklanmıştır. Diğer büyük ekonomilerde de para politikasının sıkılaşmasına yol açabilecek belirgin bir enflasyon artışı henüz görülmemiştir. Fed ile birlikte yakın gelecekte faiz artırımına gitmesi en muhtemel gelişmiş ülke İngiltere olarak görülmekle birlikte, merkez bankası tarafından yapılan açıklamalarda olası faiz artışının sınırlı düzeylerde kalacağı ve politika faizinin bir süre daha tarihsel ortalamalarının altında seyredeceği vurgulanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası tarafında ise geçtiğimiz çeyreğe ilişkin gelişmelerin sıkılaşmadan çok gevşeme yönünde olduğu görülmektedir. Enflasyon eğilimini gerekçe göstererek son dönemde faiz artırmış olan sınırlı sayıda merkez bankası olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin genelinde politika faizlerinin aşağı yönlü ya da durağan olduğu görülmektedir. Önümüzdeki döneme bakıldığında, uluslararası sermaye hareketleri ve finansal piyasalarda Fed politikasına dair belirsizliklerin neden olduğu dalgalanmalara bağlı olarak, yılın ilk çeyreğindeki benzer bir sıkılaşmaya gidilme olasılığının bulunduğu değerlendirilmektedir. Ancak, halihazırda, ortalama politika faizinin gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de gerilediği görülmektedir.

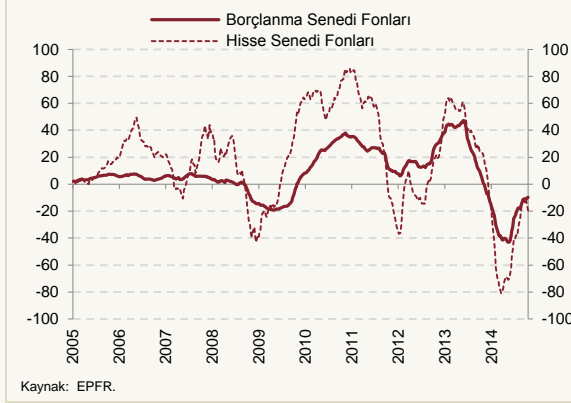
Sonuç olarak, Fed'in politika faizini artırmaya başlayacağı tarihe ve artışın büyüklüğüne ilişkin belirsizlik; uluslararası ekonomik koşullarının ve küresel para politikasının seyrini belirleyen en önemli unsur olma özelliğini korumaktadır. Fed'in ilk faiz artışı gerçekleştiğinde kur ve faizlerde meydana gelecek hareketler ve uluslararası sermaye akımlarının yönü özellikle gelişmekte olan ülke para politikaları açısından belirleyici olacaktır.

Kutu
2.1

Gelişmekte Olan Ülke Tahvil Piyasalarına Yönelen Fon Akımlarının Belirleyicilerinin Zamana Göre Değişimi

Küresel finansal kriz sonrasında sermaye akımlarında görülen dalgalanmalar, gelişmekte olan ülkelerde finansal ve makroekonomik istikrarı sağlamak üzere, sadece yoğun sermaye girişi dönemlerinde değil, sermaye çıkışı dönemlerinde de etkinlik gösterebilen uygun politika tasarımının önemini bir kez daha vurgulamıştır. Bu tür politika tasarımları, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının belirleyicilerinin iyi anlaşılması yanında, bu belirleyicilerin akımlar üzerindeki etkilerinin zamanla nasıl değiştiğinin de incelenmesini gerektirmektedir. Erduman ve Kaya (2014) çalışmasına dayanan bu kutuda, küresel finansal kriz döneminde gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarına yönelen fon akımlarının belirleyicilerinin zamana göre değişimi analiz edilmektedir¹. Bu amaçla, Bayesci yaklaşım kullanılarak, sonsal dağılımın Gibbs örnekleme algoritması ile elde edildiği, zamana göre değişen bir regresyon modelinden yararlanılmıştır.

Grafik 1. Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımlarının Gelişimi
(52 haftalık toplam, milyar ABD doları)



Küresel finansal kriz sonrasında gerek gelişmiş ve gelişmekte olan ülke faiz farkındaki artış, gerekse artan belirsizlik uluslararası yatırımcıların daha kısa vadeli ve yüksek getirili yatırımlara yönelmesine yol açmıştır. Bunun yanı sıra, gelişmiş ülke yatırım araçlarına yönelik güven kaybı, gelişmekte olan ülkelerin faiz oranını düşürmek için hareket alanlarının bulunması ve gelişmiş ülkelerin para politikalarında gevşemenin süreceği beklentisi gelişmekte olan ülke tahvillerinin getirilerine dair olumlu beklentilere katkıda bulunmuştur. Bunlara bağlı olarak, bu dönemde gelişmekte olan ülke borçlanma senedi piyasalarına yönelen fonlar belirgin biçimde artmıştır (Grafik 1). Söz konusu fon akımlarının belirleyicilerinde yapısal bir değişim olup olmadığını analiz etmek üzere aşağıdaki gibi bir "zamana göre değişen parametre" denklemi tahmin edilmiştir:

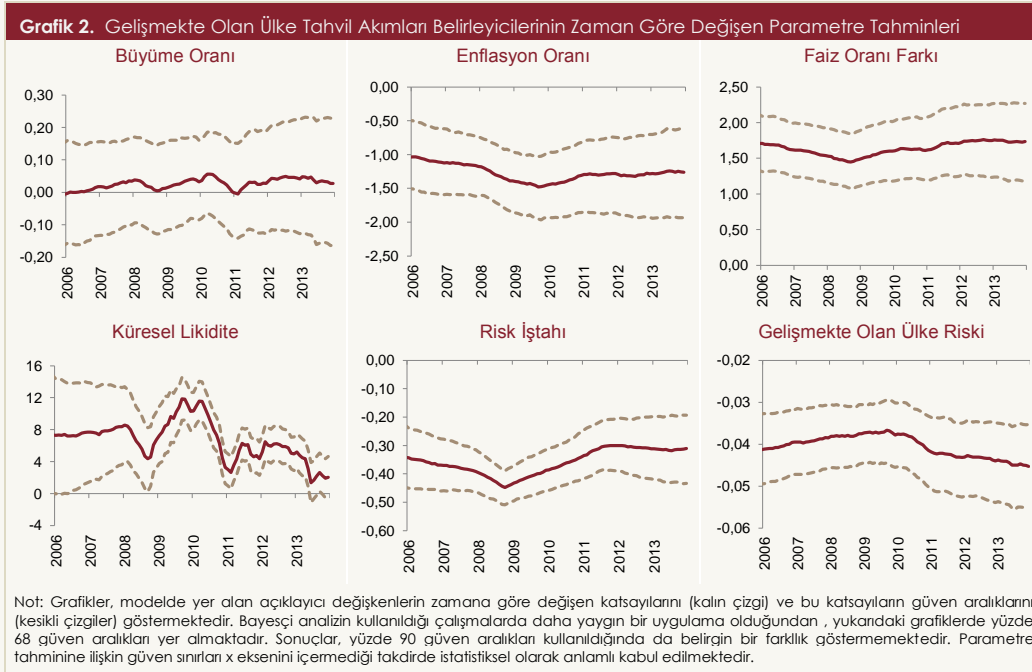
$$BF_t = \alpha_t Ph_t + \beta_t Pl_t + \epsilon_t$$

Bu denklemde, BF_t , t zamanındaki tahvil akımlarını ifade etmektedir. Sermaye akımlarının belirleyicileri, iten ve çeken faktörler olarak kategorize edilmiş ve bu faktörler, sırasıyla, Ph_t ve Pl_t ile ifade edilmiştir. İktisadi yazında, küresel likidite ve risk iştahı sermaye akımlarının başlıca iten faktörleri olarak değerlendirilirken; çeken faktörler ise, çoğunlukla, büyüme oranı, faiz oranı, enflasyon oranı gibi ülkeye özgü değişkenler ile temsil edilmektedir.

¹ Erduman, Y. ve Kaya, N. (2014) "Determinants of Bond Flows to Emerging Markets: How Do They Change Over Time?", TCMB Çalışma Tebliği No:14/28.

Küresel finansal kriz sonrasında, gelişmiş ülkelerin nicel genişleme politikaları küresel likidite fazlasının en temel kaynaklarından biri olduğundan, küresel likidite, Fed ve ECB'nin bilançolarındaki varlıkların toplamı (Amerikan doları cinsinden) ile ölçülmüştür.² Diğer iten faktörler olarak, küresel risk iştahını ölçmek üzere VIX endeksindeki değişim; gelişmekte olan ülkelerin riskliliğini ölçmek üzere ise EMBI endeksi kullanılmıştır. Çeken faktörler ise, sanayi üretiminin yıllık büyümesi, TÜFE bazlı enflasyon oranı ve gelişmekte olan ülke politika faizi ile ABD politika faizi arasındaki fark ile tanımlanmıştır. Veri seti, 2005 yılının başından 2013 yılının sonuna kadar olan dönemi kapsamaktadır.

Grafik 2'de sunulan zamana göre değişen parametre tahminleri, tahvil akımlarının belirleyicilerinin görece öneminin küresel finansal krizin gerek öncesinde gerekse sonrasında değiştiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, Euro Bölgesi borç krizi ve Fed'in varlık alım programından çıkış sinyali gibi incelenen dönemdeki önemli tarihlere de zamana göre değişen katsayılarıdaki dönüş noktalarından açıkça izlenebilmektedir.



Bulgularımız gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki faiz farkının incelenen dönemde tahvil piyasası akımları üzerinde en etkili çeken faktör olduğunu göstermektedir. Küresel kriz döneminde etkisi bir miktar azalmış olmakla birlikte, kriz sonrası dönemde faiz farkının gelişmekte olan ülkelerin tahvil akımlarında gözlenen yükselişte istikrarlı ve güçlü bir etkisi olduğu anlaşılmaktadır. Öte yandan, gelişmiş ülke politika faizlerinin sıfıra yaklaştığı küresel kriz sonrası dönemde, gelişmekte olan ülkelerin görece yüksek politika faizlerinin kısa vadeli sermaye akımları üzerinde çekici bir etki yapması, söz konusu ülkelerde sadece politika faizi kullanarak para politikası yapılmasını zorlaştıran bir gelişme olmuştur. Bu çerçevede birçok gelişmekte olan ülke, politika çerçevelerini makroihtiyati önlemlerle desteklemiştir. Çeken faktörler arasında enflasyon oranı önemli bir başka belirleyici iken, büyüme oranının tahvil akımları üzerinde anlamlı bir rolü olmadığı anlaşılmaktadır.

² İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası da benzer şekilde nicel genişleme politikaları uygulamış olmakla birlikte, uluslararası boyutta etkileri daha sınırlı kaldığından, küresel likidite tanımında kullanılmamıştır.

1990lardan itibaren güçlü büyüme görünüşleriyle güven veren ve bu sayede uluslararası borçlanma piyasalarına daha rahat ulaşım sağlayan gelişmekte olan ülkeler, yatırım bağlantılarını bu dönemde kurmuşlardır. Dolayısıyla, incelenen dönemde ekonomik büyümenin sermaye akımları üzerindeki etkisinin, finansal küreselleşme ve güçlenen finansal bütünleşme nedeniyle, eskiye kıyasla azalmış olduğu değerlendirilmektedir.

İten faktörler içinde, küresel likidite, tahvil akımları üzerinde en belirleyici etmendir. Küresel likiditenin en güçlü etkisi nicel genişleme politikalarının ilk açıklandığı tarihlerde görülürken, söz konusu etkinin Euro Bölgesi krizi ile zayıflamaya başladığı ve Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağı sinyali verdiği tarihten itibaren ise kaybolmaya yüz tuttuğu görülmektedir.³ Küresel risk iştahının ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasının ise tahvil piyasası akımları üzerinde görece olarak daha düşük ve daha sabit anlamlı etkileri bulunmaktadır.

Bu bulgular ışığında, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin para politikaları arasındaki ayrışmanın küresel likiditeyi nasıl etkileyeceği, sermaye akımları açısından belirleyici bir iten faktör olacaktır. Öte yandan, büyüme ve enflasyon görünüşlerindeki farklılaşma nedeniyle, küresel ölçekte para politikalarının da ayrışması beklenmektedir. Bu çerçevede, faiz farkının yönünün önümüzdeki dönemde de sermaye akımları açısından önemli bir çeken faktör olmayı sürdüreceği düşünülmektedir. Bu süreçte, gerek küresel likidite kanalından gerekse faiz farkı kanalından kaynaklanabilecek olası oynaklıklara karşı, gelişmekte olan ülkelerin makroihtiyati tedbirleri etkin şekilde kullanmaya devam etmesi olası gözükmektedir.

³ Bilanço büyüklükleri, nicel genişleme politikalarının başladığı 2008 yılı sonrasında etkin bir para politikası bileşeni olmaya başlamıştır. Dolayısıyla, bilanço büyüklükleri ile ölçülen küresel likiditenin sermaye akımları üzerindeki etkisi, 2008 yılı öncesinde, daha büyük belirsizlik içermektedir.