

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

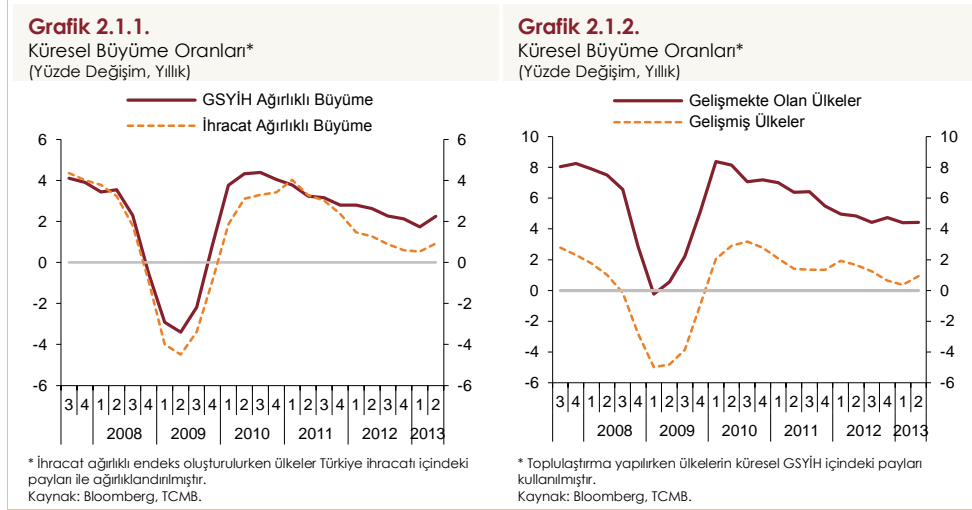
Geçtiğimiz üç aylık dönemde açıklanan veriler, küresel büyümenin yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir miktar artış gösterdiğine işaret ederken, söz konusu artışın genel olarak gelişmiş ekonomilerde gözlenen canlanmadan kaynaklandığı görülmektedir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde ise iktisadi faaliyetin yavaşlamaya devam ettiği izlenmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bugüne açıklanan veriler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümündeki bu ayrışmanın yılın kalan döneminde de devam edeceğine işaret etmektedir. Küresel büyümedeki sınırlı iyileşmeye paralel olarak geçtiğimiz çeyrekte emtia fiyatlarında da ılımlı bir artış meydana gelmiş ancak söz konusu ılımlı artışın gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmadığı gözlenmiştir.

Geçtiğimiz çeyrekte küresel para politikası açısından en önemli gelişme, Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin, varlık alımlarını yakın dönemde azaltabileceğine dair Mayıs ayında yapmış olduğu açıklamalarına karşın, beklentilerin aksine, Eylül ayında varlık alım miktarında azaltmaya gitmeyip azaltmanın zamanlamasına dair bilgi de vermemiş olmasıdır. Fed'in varlık alımlarını aynı şekilde devam ettirecek olması, küresel likiditedeki artışın Eylül ayından itibaren yavaşlamaya başlayacağına dair endişeleri bir nebze olsun gidererek, kısa vadede finansal piyasaları rahatlatmıştır. Ne var ki, varlık alım programındaki muhtemel değişikliğin zamanlamasına ve miktarına ilişkin net bir bilgi verilmediğinden Fed'in para politikasının normalleşme sürecine ilişkin belirsizliğin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla, artmış olduğu değerlendirilmektedir. Buna bağlı olarak, düşüş eğiliminde olan gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde de canlı kalmaya devam edeceği öngörülmektedir. Buradan hareketle, küresel para politikasına dair belirsizliklerin uzun sürmesi ve bunun sonucunda sermaye çıkışlarının devam etmesi durumunda, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarın olumsuz etkilenebileceği değerlendirilmektedir.

### 2.1. Küresel Büyüme

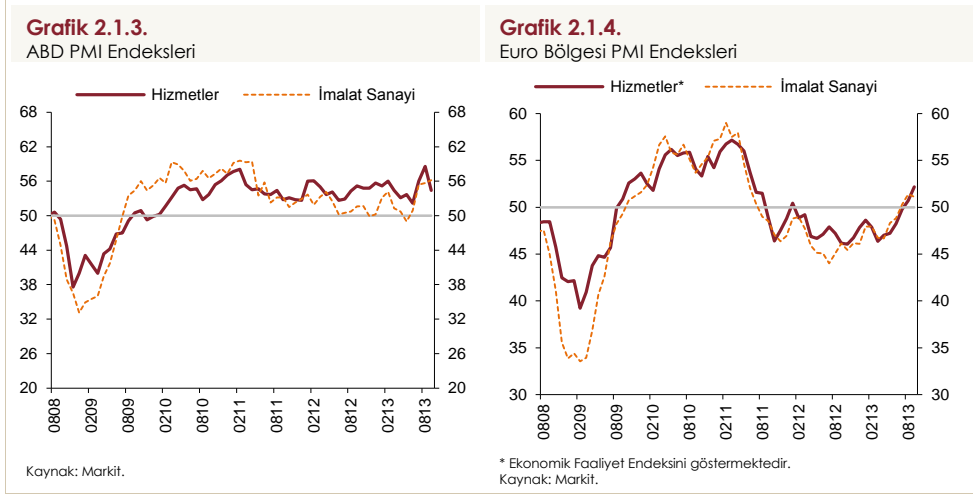
Küresel iktisadi faaliyet yılın ikinci çeyreğinde, sınırlı da olsa yukarı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 2.1.1). Bu gelişmede, gelişmiş ülkelerde yaşanan olumlu büyüme performansı etkili olmuştur. Bu dönemde ABD, Japonya ve İngiltere gelişmiş ülkeler büyümesine pozitif katkı yaparken, Euro Bölgesi'nde yaşanan

resesyonun hız kaybettiği görülmektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı söz konusu dönemde gerilemiştir (Grafik 2.1.2).



ABD'de GSYİH yılın ilk iki çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak bir önceki çeyreğe göre, sırasıyla, yüzde 1,1 ve yüzde 2,5 oranlarında büyümüştür. İkinci üç aylık dönemde büyümede gözlenen hızlanmada, özel tüketim harcamaları, ihracat ve konut dışı sabit yatırım harcamaları önemli bir rol oynamıştır. 2013 yılının başında uygulamaya konulan daraltıcı maliye politikasının sonucu olarak kamu harcamalarının büyümeye katkısı negatif olmuştur. ABD ekonomisine ilişkin PMI verileri, büyümedeki olumlu seyrin yılın üçüncü çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Geçtiğimiz çeyrekte işsizlik oranı düşmeye devam ederken konut fiyatlarının yükselişini sürdürmüş olması, söz konusu yargıyı güçlendirmektedir.

Euro Bölgesi'nde yaşanan iktisadi daralma süreci, yılın ikinci üç aylık döneminde devam etmekle birlikte hız kaybetmiş ve GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,5 oranında gerilemiştir. Bölgeye ilişkin PMI endeksleri incelendiğinde, yılın üçüncü çeyreği itibarıyla endekslerin son iki yılın en yüksek seviyesine ulaştığı görülmektedir. Özellikle imalat sanayiine ilişkin PMI endeksinin bu dönemde 50 nötr seviyesinin üzerine çıkmış olması dikkat çekicidir (Grafik 2.1.4). Söz konusu olumlu gelişmelere karşın, işsizlik oranının yılın üçüncü çeyreğinde de yüksek seyretmeye devam etmesi, süregelen resesyonun, yavaşlamakla beraber, yılın geri kalanında da devam edeceği beklentisini oluşturmaktadır.

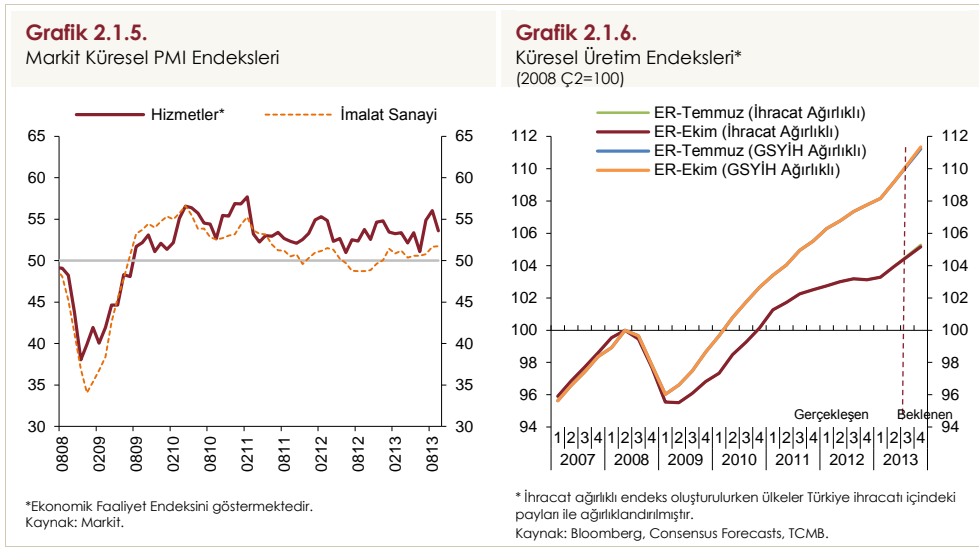


Gelişmekte olan ülkeler büyümesine en yüksek katkıyı veren Çin ekonomisi yılın üçüncü üç aylık döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 7,8 oranında büyümüş, böylelikle yılın ilk yarısında gözlenen yavaşlama tersine dönmüştür. Söz konusu gelişmede, gevşek para politikası büyük oranda etkili olurken, artan yatırımların da büyümeye katkı verdiği görülmektedir. Öte yandan, Hindistan, Rusya, Meksika gibi diğer önde gelen gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının yılın ikinci çeyreğinde düşüş kaydetmiş olduğu görülmektedir. Başta Latin Amerika ülkeleri ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda ekonomik büyümenin yılın ikinci yarısında da yavaşlamaya devam etmesi beklenmektedir.

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin PMI verileri, yılın üçüncü çeyreğinde gerek imalat sanayi gerekse hizmetler alt endekslerinde sınırlı da olsa bir artışa işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkeler ekonomilerinde yaşanan canlanma eğiliminin söz konusu artışta belirleyici bir rol oynadığı düşünülmektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde son dönemde gözlenen sermaye çıkışlarına bağlı olarak söz konusu ülkelerin büyüme oranlarının yılın üçüncü çeyreğinde de düşük seyretmeye devam etmesi beklenmektedir. Buna ilaveten, Fed politikalarına ilişkin belirsizliğin uzun sürmesinin gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye çıkışlarını tetikleme durumunda, gelişmekte olan ülkelere finansal istikrar açısından önemli riskler oluşabileceği değerlendirilmektedir.

Bu gelişmeler ışığında, önümüzdeki döneme ilişkin büyüme görünümünün gelişmiş ülkeler açısından bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre nispeten olumluya, gelişmekte olan ülkeler açısından ise nispeten olumsuzla döndüğünü

söylemek mümkündür. Nitekim, Ekim ayı Consensus Forecasts bültenlerinde, 2013 ve 2014 yıllarına ilişkin küresel büyüme tahminleri Temmuz Enflasyon Raporu dönemi ile aynı kalırken, gelişmiş ülkeler için genel olarak bir miktar yukarı yönlü, gelişmekte olan ülkeler için ise bir miktar aşağı yönlü olarak güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Ekim ayı büyüme tahminleriyle güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endekslerinde ise bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir değişiklik olmamıştır (Grafik 2.1.6). Bu durum Türkiye'nin dış talebinde süregelen zayıf görünümün önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir.

**Tablo 2.1.1.**

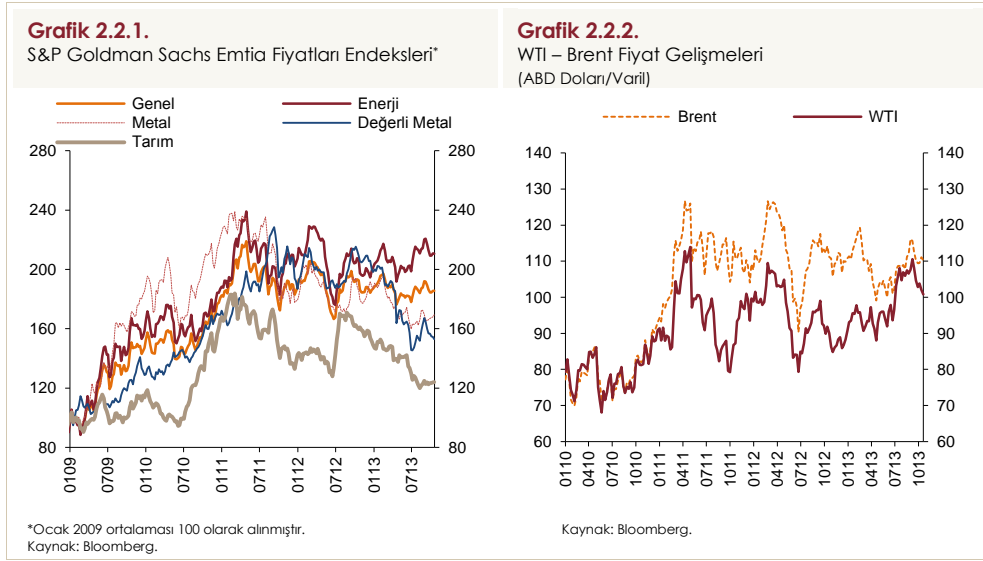
2013 ve 2014 Yıllarına İlişkin Büyüme Tahminleri

	Consensus Bültenleri (Ortalama Yüzde Değişim, Yıllık)			
	Temmuz		Ekim	
	2013	2014	2013	2014
Dünya	2,4	3,1	2,4	3,1
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	1,8	2,7	1,6	2,6
Euro Bölgesi	-0,6	0,8	-0,3	0,9
Almanya	0,4	1,6	0,5	1,7
Fransa	-0,3	0,6	0,1	0,8
İtalya	-1,8	0,4	-1,7	0,5
İspanya	-1,6	0,3	-1,3	0,5
Yunanistan	-4,8	-1,0	-4,0	-0,6
Japonya	1,9	1,5	1,9	1,7
İngiltere	1,0	1,7	1,4	2,2
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	6,1	6,4	6,0	6,2
Çin	7,5	7,6	7,6	7,4
Hindistan	5,9	6,6	4,6	5,7
Latin Amerika	3,0	3,7	2,6	3,1
Brezilya	2,5	3,2	2,4	2,4
Doğu Avrupa	2,3	3,3	2,1	2,9

Kaynak: Consensus Forecasts.

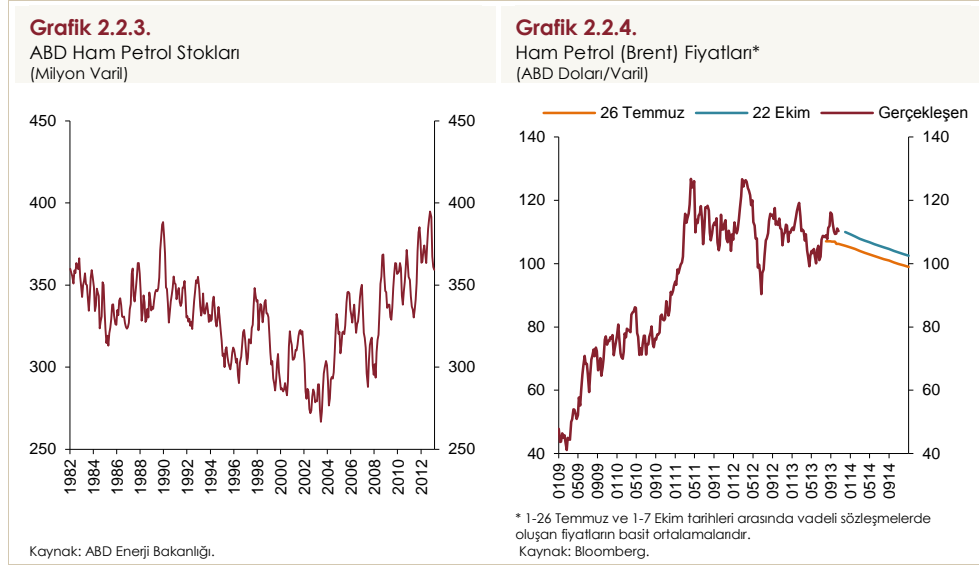
## 2.2. Emtia Fiyatları

Yılın üçüncü çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,5 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde enerji fiyatları yüzde 4,5, endüstriyel metal fiyatları yüzde 5,6 ve değerli metal fiyatları yüzde 8,8 oranında artarken, tarım fiyatları yüzde 3 oranında düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Üçüncü çeyrekte arz yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. Halen sürmekte olan Ortadoğu kaynaklı politik riskler, petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tutarak fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Özellikle, Suriye'de yaşanan iç savaşta kimyasal silahların kullanılması sonrasında Suriye'ye ABD müdahalesinin gündeme gelmesiyle Brent tipi ham petrol fiyatları 118 ABD doları seviyesine kadar yükselmiştir. Krizin çözümüne ilişkin siyasi adımların atılmasıyla söz konusu müdahale ihtimali azalmış ve böylece ham petrol fiyatlarında düşüş gözlenmiştir (Grafik 2.2.2). Libya, Nijerya ve Irak ham petrol üretiminde yaşanan problemler de piyasadaki diğer arz yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Diğer yandan, son dönemdeki sınırlı azalışa rağmen ABD ham petrol stoklarının tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyretmesi petrol fiyatları açısından olumlu bir görünüm oluşturmaktadır (Grafik 2.2.3). Talep yönlü gelişmelere bakıldığında ise, gelişmiş ülkeler büyüme görünümündeki iyileşmeye rağmen gelişmekte olan ülkeler büyümesinin zayıf seyretmesi petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskıları azaltmaktadır. Özellikle, son dönemde para birimlerinde önemli ölçüde değer kaybı gözlenen gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinin aşağı yönlü

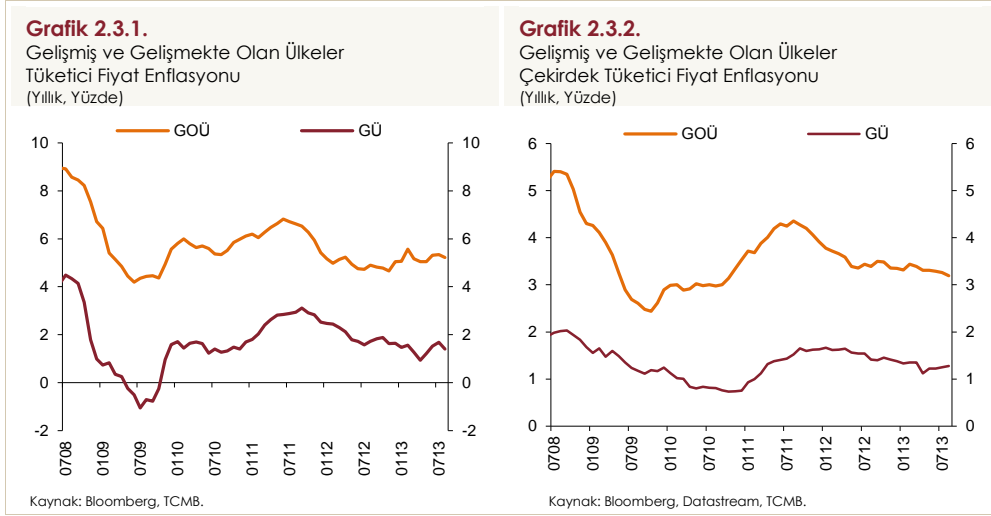
güncellenmesi ham petrol talebindeki zayıf seyri desteklemektedir. Tüm bu gelişmeler neticesinde, önümüzdeki 15 ay için yapılan vadeli sözleşmelerde petrol fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yukarı yönlü bir hareket görülmektedir (Grafik 2.2.4).



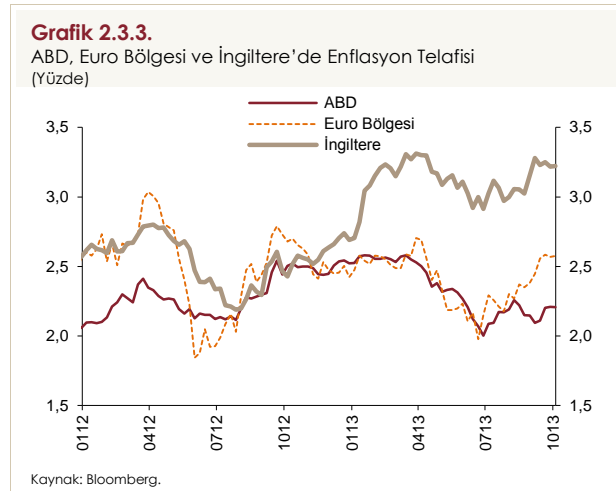
Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bugüne tarım fiyatlarının gelişimine bakıldığında, 2012 yılı ortasından bu yana düşüş eğiliminde olan fiyatların, 2013 yılı üçüncü çeyreğinde de söz konusu eğilimini devam ettirerek yüzde 3 oranında azaldığı görülmektedir. İklim koşullarına bağlı olarak bazı tarım ürünleri fiyatlarında sınırlı miktarda artışlar olmasına karşın, tarım ürünleri üretimine ve stok seviyelerine ilişkin beklentilerin olumlu seyrettiği gözlenmektedir.

### 2.3. Küresel Enflasyon

2013 yılının üçüncü çeyreğinde, emtia fiyatlarında gözlenen ılımlı artışa rağmen, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde tüketici enflasyon oranları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı oranda düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.3.1). Öte yandan, çekirdek enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanma sinyallerinin güçlenmesine paralel olarak üçüncü çeyrekte artış gösterirken, gelişmekte olan ülkelerde ise büyüme görünümünde süregelen zayıflama nedeniyle azalışını sürdürmüştür (Grafik 2.3.2).



ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere'de enflasyon telafilerinin üçüncü çeyrekte belirgin bir artış eğilimine girdiği gözlenmiş, söz konusu artışta ekonomik büyüme görünümlerinin iyileşmesi etkili olmuştur (Grafik 2.3.3). Her ne kadar varlık alımlarında azaltıma gidileceği beklentisi nedeniyle ABD'de Ağustos ayında telafi oranı bir miktar aşağı yönlü hareket etmiş olsa da, Ekim ayı itibarıyla telafi oranının bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki seviyesinin üzerinde olduğu görülmektedir.



Küresel enflasyon tahminlerine bakıldığında, gelişmiş ülkeler için 2013 yıl sonu tahminlerinin geçen Enflasyon Raporu döneminden belirgin olarak farklılaşmadığı görülürken, 2014 yıl sonu tahminlerinde ABD ve Euro Bölgesi için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellemeler olmuştur (Tablo 2.3.1). Öte yandan, Asya Pasifik bölgesindeki gelişmekte olan ülkelere dair enflasyon tahminleri, büyüme beklentilerindeki azalışa paralel olarak aşağı yönlü güncellenmiş, ancak

enflasyonla mücadele için Eylül ayında faiz artırımına giden Hindistan'a ilişkin tahminler belirgin biçimde yükselmiştir. Latin Amerika bölgesine ilişkin tahminlerdeki yukarı yönlü güncelleme ise son dönemde Venezuela'da tüketici fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlardan kaynaklanmıştır.

**Tablo 2.3.1.**

2013 ve 2014 Yıllarına İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Yüzde Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2013	2014	2013	2014
Dünya	2,6	3,0	2,7	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,5	1,9	1,5	1,8
Euro Bölgesi	1,5	1,5	1,5	1,4
Almanya	1,6	1,9	1,6	1,9
Fransa	1,0	1,4	1,0	1,5
İtalya	1,5	1,6	1,4	1,6
İspanya	1,7	1,4	1,6	1,3
Yunanistan	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5
Japonya	0,0	2,1	0,2	2,3
İngiltere	2,7	2,5	2,7	2,5
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	3,6	3,8	3,5	3,7
Çin	2,6	3,2	2,6	3,1
Hindistan	8,1	7,3	9,0	7,6
Latin Amerika	7,0	6,7	7,8	7,1
Brezilya	5,8	5,6	5,8	5,9
Doğu Avrupa	4,9	4,9	5,0	4,9

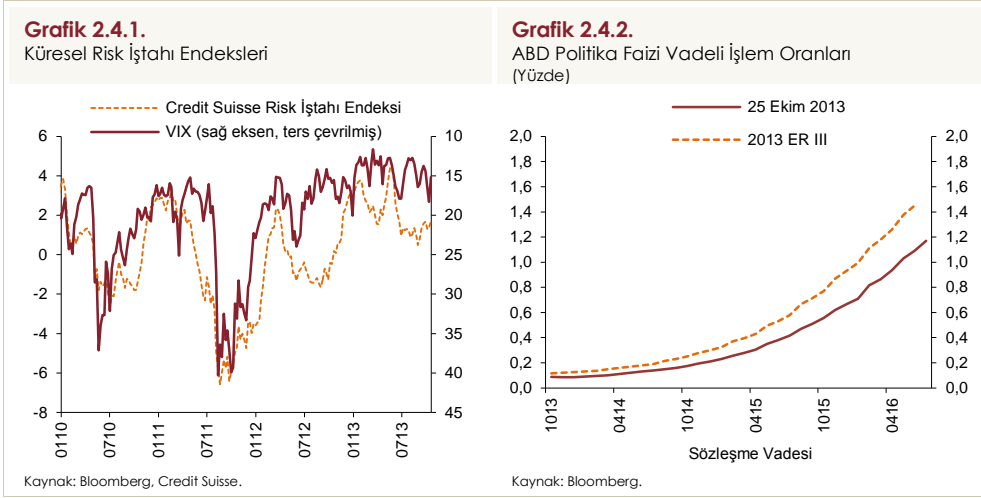
\* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.  
Kaynak: Consensus Forecasts.

İlimli seyreden emtia fiyatlarının önümüzdeki dönemde küresel enflasyon oranları üzerinde bir baskı unsuru oluşturmayacağı düşünülmektedir. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının devam etmesi durumunda söz konusu ülke para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıplarının bu ülkelerde enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmanın yanında, enflasyon beklentilerini de bozabileceği değerlendirilmektedir.

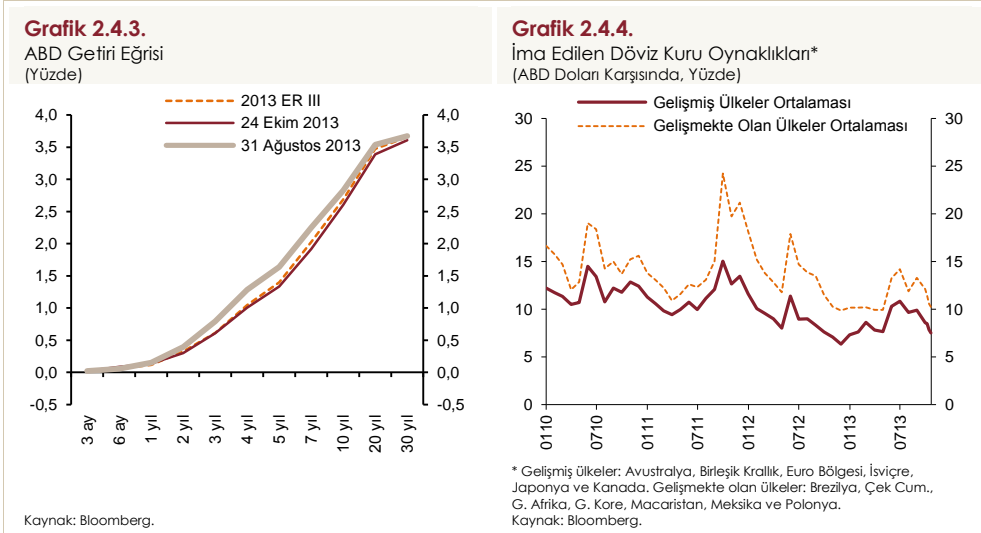
## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Yılın üçüncü çeyreği, küresel büyümeye ilişkin kaygıların devamına karşın, Fed'in varlık alımlarını yakın dönemde azaltacağına ilişkin beklentilerin ötelenmesi nedeniyle, küresel risk iştahının dalgalı seyrettiği bir dönem olmuştur. Fed'in varlık alım programını aynı şekilde devam ettirmesine bağlı olarak küresel likidite artışının yavaşlayacağına ilişkin endişelerin kısa vadede bir nebze giderilmiş olmasına ve Suriye'ye ilişkin politik risklerin azalmasına bağlı olarak, küresel risk iştahının Eylül ayında yeniden bir toparlanma eğilimine girmiş olduğu görülmektedir (Grafik 2.4.1). ABD politika faizi vadeli işlem sözleşmelerine bakıldığında da, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentinin bir miktar ötelendiği ve beklenen artış miktarında da sınırlı bir gerileme olduğu görülmektedir (Grafik 2.4.2).



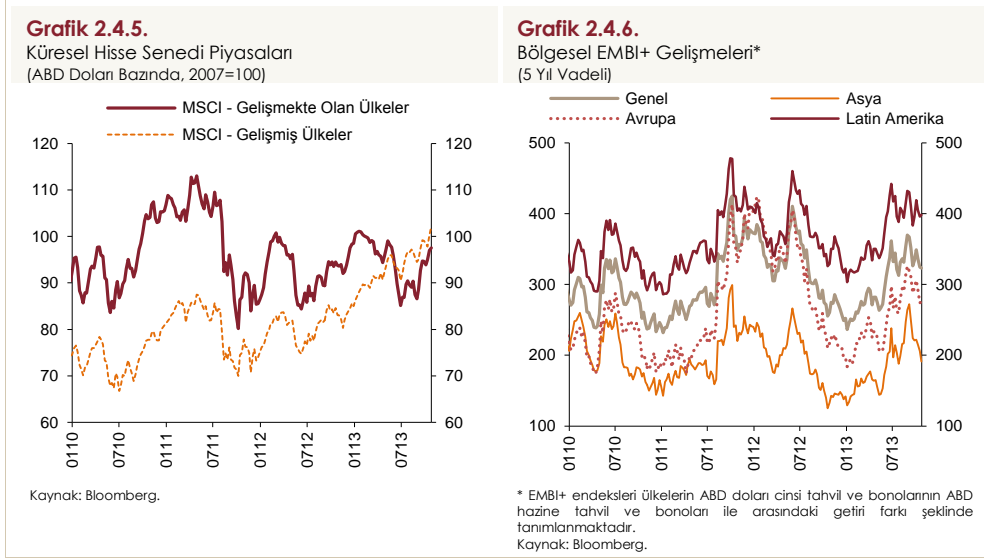


ABD'de orta ve uzun vadeli getiriler Ağustos ayı boyunca yükseldikten sonra, varlık alımlarının yakın dönemde azatılacağına ilişkin beklentilerin ötelenmesine paralel olarak Eylül ve Ekim aylarında yeniden eski düzeylerine gerilemiştir (Grafik 2.4.3). Söz konusu öteleme, Dünya'da en yaygın kullanılan rezerv para olan ABD dolarının değeri üzerindeki belirsizliği de bir miktar azaltmıştır. Bunun neticesinde, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke para birimleri üzerine yazılan 1 ay vadeli döviz kuru opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre gerilemiştir (Grafik 2.4.4).

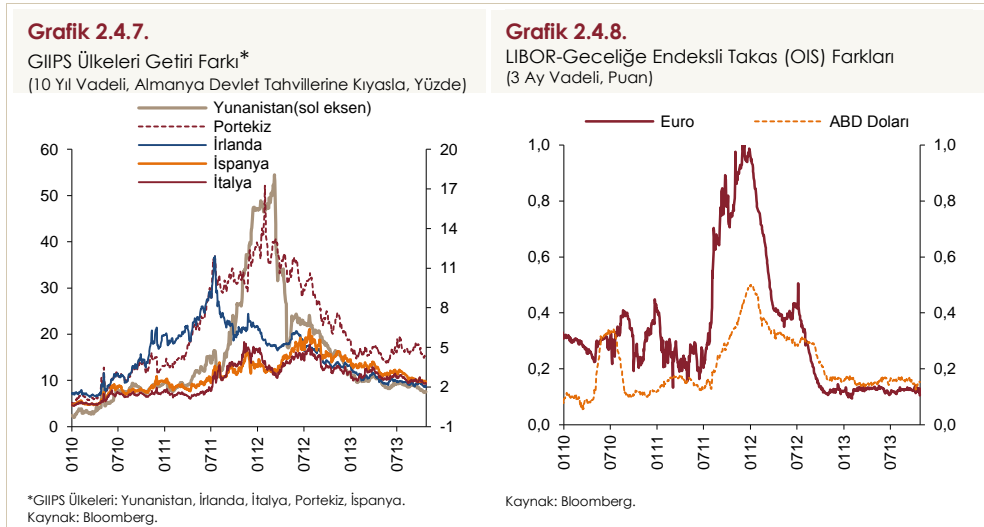


ABD'de para politikası kaynaklı belirsizliklerin kısa vadede azalmış gözükmesi gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülke borsalarını olumlu etkilemiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarındaki değer artışları, gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına kıyasla sınırlı kalmıştır

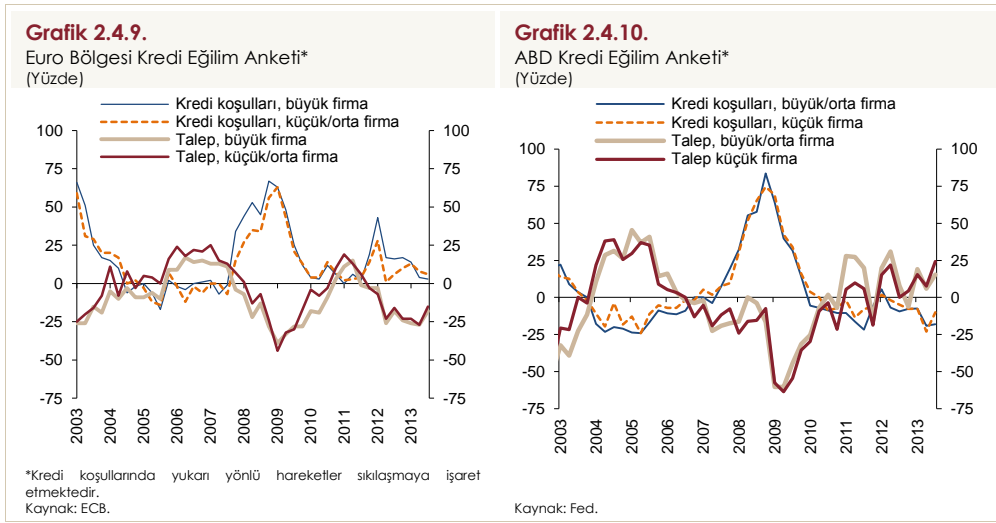
(Grafik 2.4.5). Aynı dönemde, küresel risk iştahı ve hisse senedi piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde de düşüşler gözlenmiştir (Grafik 2.4.6).



Son dönemde, gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde, Euro Bölgesi'ndeki sorunlu ülkelere ait borçlanma senedi getirileri de güvenli liman olarak algılanan Almanya'nın devlet tahvil getirilerine kıyasla sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.4.7). Öte yandan, para piyasalarında likidite koşullarının ve karşı taraf riskinin bir ölçütü olarak kabul edilen LIBOR-geceliğe endeksli takas (OIS) farkları yılın üçüncü çeyreğinde gerek ABD gerekse Euro Bölgesi için belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 2.4.8).

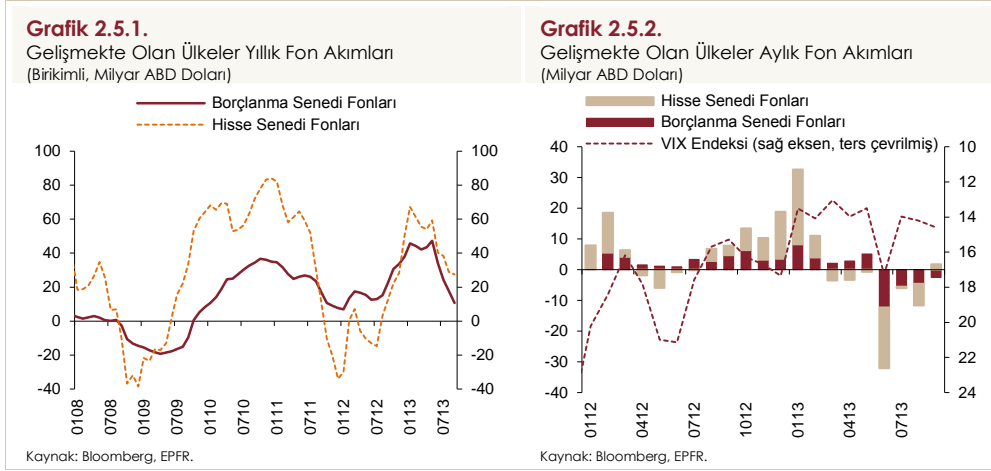


Kredi gelişmelerine bakıldığında ise, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Temmuz ayında açıklanan kredi eğilim anketine göre, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarındaki sıkılaştırma yılın ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe kıyasla, bir miktar azalmış olsa da, kredi talebi daralmaya devam etmiştir (Grafik 2.4.9). Fed'in aynı döneme ilişkin kredi eğilim anketi ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşemenin son dönemde de devam ettiğini, kredi talebinin ise gerek büyük ve orta ölçekli gerekse küçük ölçekli firmalar için hızlanarak arttığını göstermektedir (Grafik 2.4.10).



## 2.5. Sermaye Akımları

2013 yılının ikinci çeyreğinde Fed'in varlık alımlarını azaltacağını açıklamasının ardından belirgin bir düşüş eğilimine geçen gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları yılın üçüncü çeyreğinde azalışını sürdürmüştür (Grafik 2.5.1). ABD'de uzun vadeli tahvil getirilerinin belirgin biçimde artmasının bir yansıması olarak bu dönemde gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının, genel eğilimin aksine, ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymet piyasalarından olduğu gözlenmiştir (Grafik 2.5.2). Temmuz ayında küresel risk iştahındaki toparlanmaya paralel olarak hisse senedi piyasalarından çıkışlar sınırlı kalırken, Ağustos ayında çıkışlar devam etmiş, Eylül ayında ise bu eğilim tersine dönmüştür. Öte yandan, borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar bu dönemde Haziran ayına kıyasla giderek yavaşlamıştır. Özetle, sermaye akımlarının oynaklığı yılın üçüncü çeyreğinde de yüksek seyretmiştir.



Çeyreklik bazda incelendiğinde, önceki çeyrekte yüzde 2,9 düzeyinde gerçekleşen sermaye çıkışlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmiş bulunan fon toplamına oranının, yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 1,7 düzeyinde kaldığı görülmektedir. Portföy dağılımı bazında, bu dönemdeki çıkışların yüzde 80'e yakın bölümünün borçlanma senedi piyasalarından çıkışlardan kaynaklandığı göze çarpmaktadır (Tablo 2.5.1). Bölgesel bazda ise, Yükselen Asya ülkelerinden çıkışlar görece olarak daha düşük oranlı olurken, Latin Amerika ve Yükselen Avrupa ülkeleri söz konusu dönemde sırasıyla yüzde 1,9 ve yüzde 1,4 oranında sermaye çıkışına maruz kalmıştır.

**Tablo 2.5.1.**  
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu  
(Çeyreklik, Milyar ABD Doları)

	Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
		Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları	Yükselen Asya	Yükselen Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2012 1.Çeyrek	32,4	21,2	11,2	14,7	5,7	9,3	2,7
2.Çeyrek	-3,5	-7,8	4,3	-4,0	0,0	0,2	0,3
3.Çeyrek	19,2	7,0	12,1	6,2	4,5	6,8	1,7
4.Çeyrek	42,8	27,9	14,9	24,0	6,3	9,9	2,7
2013 1.Çeyrek	42,9	27,8	15,1	24,5	6,2	9,2	3,0
2.Çeyrek	-24,5	-21,4	-3,0	-12,9	-3,8	-6,7	-1,0
3.Çeyrek	-13,1	-2,8	-10,4	-4,7	-2,9	-5,2	-0,3

Kaynak: EPFR.

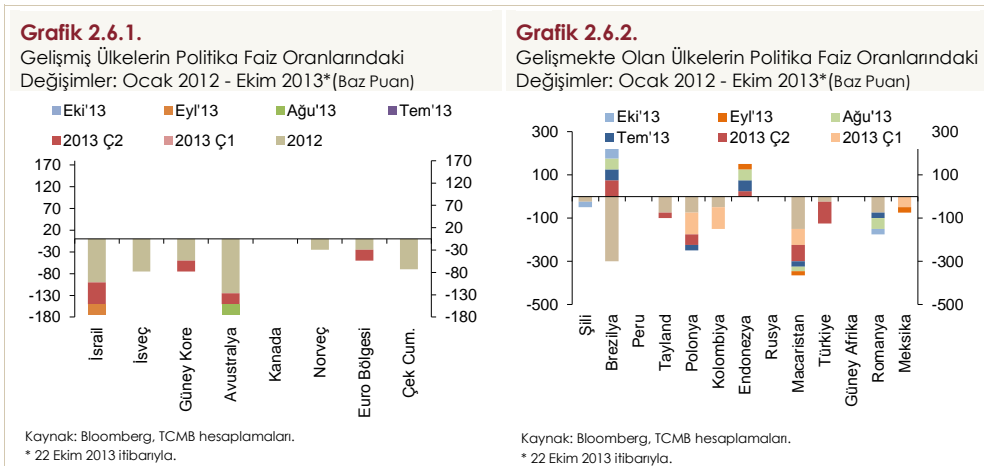
Eylül ayındaki Fed toplantısından varlık alım miktarında azaltmaya gitme kararı çıkmamasının, kısa vadede finansal piyasaları rahatlatmakla birlikte, önümüzdeki dönemde para politikasının normalleşme sürecine dair belirsizliği artırmış olduğu değerlendirilmektedir. Buna bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde de canlı kalmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Her ne kadar Fed'in varlık alımlarını aynı şekilde devam ettirmesi, küresel likiditeye dair endişeleri bir nebze azaltmak suretiyle kısa dönemde sermaye akımlarındaki sert düşüşü sınırlayacak bir faktör olarak görülse de, küresel para politikasına dair belirsizliklerin uzun sürmesi ve bunun sonucunda sermaye çıkışlarının devam

etmesi durumunda, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarın olumsuz etkilenebileceği düşünülmektedir. Bunlara ek olarak, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminde olduğu gibi, gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanma devam ederken, gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün zayıflaması da sermaye akımlarındaki azalış eğiliminin önümüzdeki dönemde devam etmesinde rol oynayabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

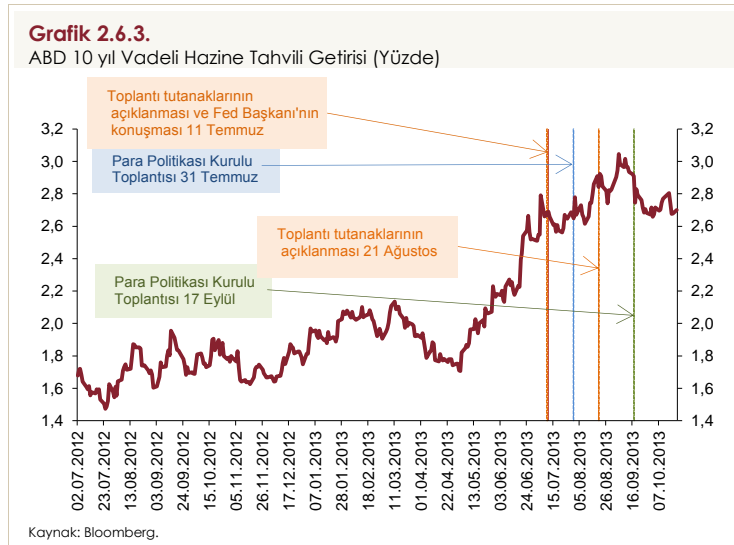
## 2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğinde para politikası açısından en önemli gelişme Fed'in varlık alımlarını azaltmaya henüz başlamamış olmasıdır. Buna ilaveten, varlık alım programındaki muhtemel değişikliğin zamanlamasına ve miktarına ilişkin belirsizlik son dönemde finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmaların da temel belirleyicisi olmuştur.

Gelişmiş ülke merkez bankalarından İsrail ve Avustralya Merkez Bankaları politika faizlerini düşürmeye devam etmiş ve geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bugüne 25'er baz puan indirime gitmiştir (Grafik 2.6.1). Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, geçtiğimiz bir buçuk yıllık dönem boyunca en hızlı faiz indiren merkez bankalarından biri olan Polonya Merkez Bankası, Temmuz ayındaki 25 baz puanlık indirimin ardından politika faizini sabit tutmayı tercih ederken, Macaristan ise Temmuz-Ekim döneminde 65 baz puanlık indirimle para politikasını gevşetmeye devam etmiştir. Aynı dönemde Romanya Merkez Bankası politika faizini 100 baz puan indirirken, Meksika ve Şili Merkez Bankaları da 25'er baz puanlık indirim yapmıştır. Yılın ikinci çeyreğinde para politikasında sıkılaşmaya giden Brezilya ve Endonezya Merkez Bankaları Temmuz - Ekim döneminde de bu eğilimlerini sürdürmüş, politika faizlerini sırasıyla 150 ve 125 baz puan artırmıştır (Grafik 2.6.2).



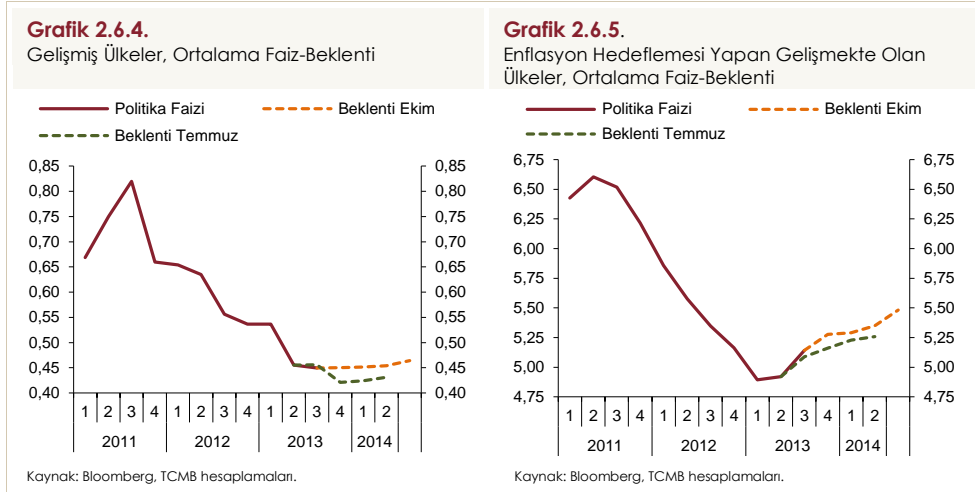
Fed'in para politikasına ilişkin Mayıs ayında ortaya çıkan belirsizliğin yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiği gözlenmiştir. Fed, varlık alımlarını azaltarak 2014 yılı ortalarında sonlandırmayı düşündüğüne dair açıklamasının ardından, piyasalara, bu durumun para politikasının sıklaşacağı anlamına gelmediğine ve ekonomideki canlanma henüz yeterli düzeyde olmadığından para politikasının büyüme ve işgücü piyasasını destekleyici yönde devam edeceğine dair ek açıklamalarda bulunmuş, ne var ki söz konusu açıklamalar uzun dönem faizlerdeki yükselişi durduramamıştır. Fed'in faiz politikasını varlık alım programından ayırıştırma çabasına karşın faizlerdeki artışın temel belirleyicilerinden biri varlık alımlarının Eylül ayında azaltılmaya başlanacağı beklentisi olmuştur. Buna bağlı olarak, gösterge kabul edilen 10 yıllık Hazine tahvili getirisi, Fed'in Eylül ayı toplantısında, beklentilerin aksine, varlık alım miktarını değiştirmemesinin ardından düşüş eğilimine girmiştir (Grafik 2.6.3). Uzun dönemli faizin söz konusu kararı takip eden 20 gün içerisinde yaklaşık 20 baz puan düştüğü gözlenmiştir. 10 Ekim tarihinde açıklanan toplantı tutanakları ise Kurul üyelerinin varlık alımlarının azaltılması konusunda farklı görüşlere sahip olduğunu ortaya koymuş ve ileriye dönük fazla bir ipucu vermemiştir.



Varlık alım programına ilişkin beklentilerin yanı sıra, özellikle gelişmiş ülkelerde büyümeye dair öncü göstergelerin belirgin şekilde iyileşmesi, orta dönemde politika faizlerinin de sıfıra yakın seviyelerden tarihsel ortalamalara doğru yaklaşacağı beklentisini beraberinde getirmektedir. Para politikasında normalleşme olarak nitelenen bu sürecin ne zaman başlayacağını ve başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin ne hızla yükseleceğinin

tam olarak tahmin edilememesi de orta ve uzun dönemde para politikası açısından belirsizlik oluşturan başka bir unsur olmuştur.

Son dönemde Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının, geleceğe yönelik politika işaretleri vererek ekonomik değişkenleri ve özellikle uzun dönem faizleri etkilemeyi amaçlayan sözle yönlendirme (forward guidance) politikasını sıklıkla uyguladıkları görülmektedir (Kutu 2.1). İngiltere Merkez Bankası da geçtiğimiz çeyrekte Fed'i takiben politika faizini işsizlik oranı ile ilişkilendirmiş, söz konusu oran yüzde 7 seviyesine gerileyene kadar faiz artırımına gitmeyeceğini açıklamıştır. Herhangi bir eşik değer açıklamamakla birlikte ECB de politika faizinin uzunca bir süre düşük seviyelerde kalmasını beklediğini kamuoyuyla paylaşan açıklamalar yapmıştır.



Yılın üçüncü çeyreğinde yatay bir seyir izlemesi beklenen gelişmiş ülkeler ortalama politika faizi genel itibarıyla beklentiler ile uyumlu gelişerek ikinci çeyreğe kıyasla yarım baz puanlık bir düşüş göstermiştir. Ancak, politika faizine ilişkin beklentilerin Temmuz ayına göre yukarı yönlü güncellendiği dikkat çekmektedir. Temmuz ayında ECB'nin yılın son çeyreğinde politika faizini tekrar düşürebileceği beklenirken, Euro Bölgesi'ndeki toparlanma sinyalleri Ekim ayında bu beklentinin ortadan kalkmasına neden olmuş ve beklenti patikası yukarıya kaymıştır (Grafik 2.6.4). Gelişmekte olan ülkelerde ise üçüncü çeyrekteki faiz artışı, beklentilerin 7 baz puan üzerinde gerçekleşerek, yaklaşık 22 baz puan olmuştur. Benzer şekilde, politika faizinin gelecekte izleyeceği patika yukarı yönlü güncellenirken, Ekim ayı beklentileri para politikasındaki sıkışmanın 2014 yılı ikinci yarısından itibaren hızlanabileceğine işaret etmektedir (Grafik 2.6.5).

Kutu  
2.1

## Para Politikası İletişiminde “Sözle Yönlendirme”

Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından para politikası iletişiminde, güncel politika kararlarına ilişkin duyurulara ek olarak, para politikasının gelecekteki görünümüne ilişkin işaretler içeren sözle yönlendirmelere sıkça başvurulmuştur. Gelişmiş ülke politika uygulamalarında yakın geçmişte daha fazla ağırlık kazanan sözle yönlendirmelerin önümüzdeki dönemde para politikası tasarımında önemli bir yer tutmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bu noktadan yola çıkarak, bu kutuda farklı sözle yönlendirme biçimlerinin para politikası iletişimindeki rolü tartışılmakta ve gelişmiş ülke merkez bankalarının bu alandaki son dönem uygulamaları irdelenmektedir.

Sözle yönlendirmenin temel amacı para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin belirsizliği azaltmaktır. Gerek sözle yönlendirme gerekse varlık alımları yoluyla uzun dönem faizlerin etkilenmesi amaçlanmakla birlikte; varlık alımları ile vade primi kontrol edilirken , sözle yönlendirme ile beklenen (kısa vadeli faizlerin ortalamasının uzun vadeli faizlere eşit olduğu varsayımı altında) faiz patikası şekillendirilmektedir. Son yıllarda daha çok gelişmiş ülkelerde gevşek para politikalarının uzunca bir süre devam edeceğine işaret etmekte kullanılan sözle yönlendirmeler, yakın dönemde para politikasının normalleşme sürecine ilişkin çıkış stratejilerinin de bir parçası olarak görülmektedir. Sözle yönlendirme, merkez bankasının tepki fonksiyonunu değiştirerek standart politika kuralının ima ettiği tepkiden farklılaşmasına imkan tanımaktadır.

Ülke örnekleri incelendiğinde, merkez bankalarının piyasalardaki belirsizliği azaltmak, uzun dönem faizlerdeki yükselişi önlemek ya da politikaların normalleştirilmesi çerçevesinde çıkış senaryosunun iletişimini güçlendirmek gibi farklı amaçlara yönelik olarak sözle yönlendirmenin değişik türlerini kullandıkları görülmektedir. Örneğin, açık uçlu yönlendirmeler ile beklenen para politikası patikasına dair sadece nitel bilgi sağlanmaktadır. Fed'in küresel finansal krizin ertesinde politika faiz oranlarının uzunca bir süre düşük tutulacağına dair yönlendirmeleri bu sınıfa girmektedir. Bu tür yönlendirmeler, beklenmeyen gelişmelere karşı verilecek politika tepkileri açısından merkez bankalarına esneklik sağlamakla birlikte, herhangi bir zaman ya da duruma ilişkin net taahhütler içermediğinden yoruma açık kalmaktadır. Öte yandan, *zamana bağlı* yönlendirmeler para politikasındaki değişimin zamanlamasına ilişkin bilgi sağlamaktadır. 2012 yılının ilk yarısında Fed'in politika faizini en az 2014 yılı sonuna kadar bulduğu düşük seviyede tutacağına dair yönlendirmeleri bu türe örnek



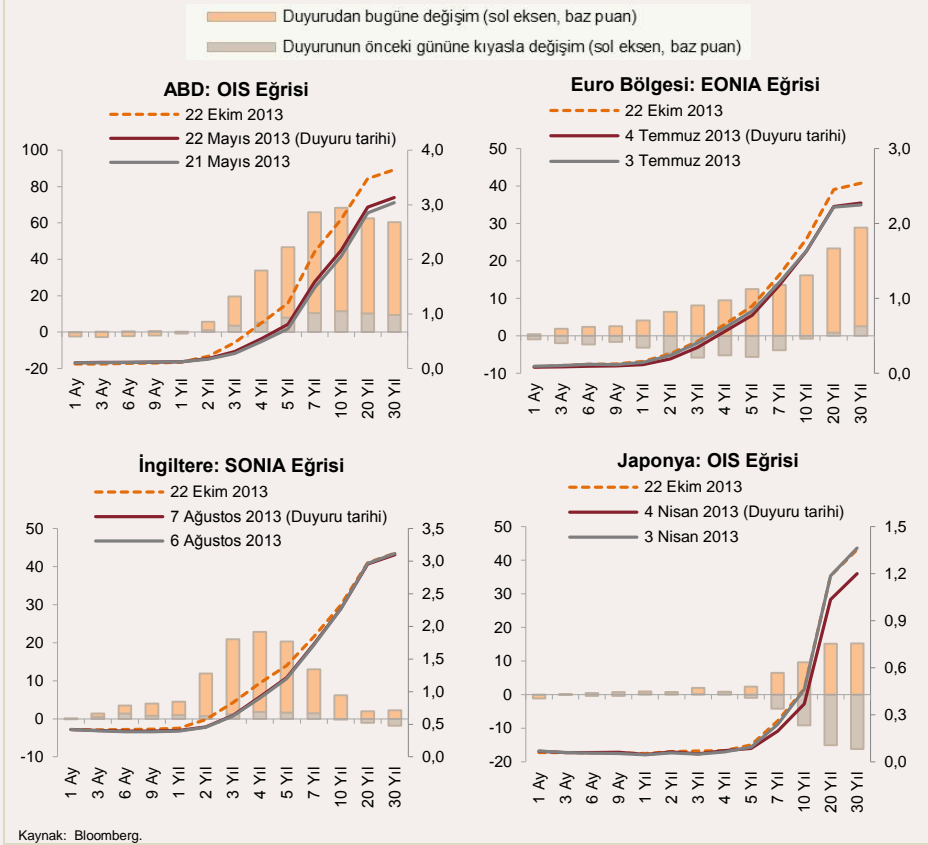
gösterilebilir. Her ne kadar piyasa tarafından kolay anlaşılabilir olsa da, bu tür yönlendirmeler belirlenen süre zarfında meydana gelebilecek olası şoklar karşısında para politikasının nasıl şekilleneceğine dair bilgi içermediğinde merkez bankasının kredibilitésini zedeleyebilmektedir. Son olarak, *duruma bağlı* yönlendirmeler para politikasında değişime yol açabilecek ekonomik koşullara ilişkin bilgi sağlamaktadır. Fed ve İngiltere Merkez Bankası'nın son dönemde benimsemiş oldukları, enflasyon görünümünü bozulmamak kaydıyla, işsizlik oranı sırasıyla yüzde 6,5 ve yüzde 7,0 düzeylerine inmedikçe politika faizlerini yükseltmeyeceklerine dair sözle yönlendirmeleri bu sınıfta değerlendirilmektedir. Ancak bu tür yönlendirmelerde, temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankalarının farklı ekonomik değişkenler için eşik değerler belirlemesi piyasa tarafından yanlış anlaşılma riski taşımakta ve para politikası iletişimini zorlaştırabilmektedir. Burada, merkez bankasının yaptığı yönlendirmenin koşullu olduğunun ve önceden verdiği işaret ile olası şoklara karşı verilecek politika tepkileri arasındaki ödünleşimin kamuoyuna açıkça ifade edilmiş olması önemlidir. Buna ek olarak, yakın zamandaki duruma bağlı sözle yönlendirme tecrübeleri göstermektedir ki, koşula bağlanan değişkene ilişkin yüksek frekansta verilerin yayımlandığı ve aktarım mekanizmasının çok net olmadığı durumlarda bu tür yönlendirmeler piyasalarda aşırı oynaklığa sebep olabilmektedir. Diğer yandan, bu tür yönlendirmelerde merkez bankasının olası şoklara karşı verdiği tepkiler, zamana bağlı yönlendirmelere kıyasla, kamuoyunca daha kolay anlaşılmaktadır<sup>1</sup>.

Sözle yönlendirmelerin para politikası duruşuna ilişkin beklentileri yönetmekteki etkinliğine dair bulgular karışık olmakla birlikte, özellikle ABD'de yönlendirmelerin beklenen faiz oranı patikası üzerinde etkili olduğu bilinmektedir. Grafik 1'de 2013 yılında G4 ülkelerinde uygulanan sözle yönlendirmelerin beklentileri ne derece şekillendirebildiğini göstermek üzere, sözle yönlendirme duyurularının yapıldığı tarihler ile hem duyuruların bir önceki gününe göre hem de duyurudan bugüne kadar OIS eğrilerinde meydana gelen değişimler verilmektedir. Buna göre, Fed Başkanı'nın 22 Mayıs 2013 tarihinde ABD Kongresi'nde yaptığı konuşmanın, para politikasının sıkılaştırılacağına dair beklentileri artırdığı görülmektedir. Ekim ayı itibarıyla ise, eğrinin kısa ucunda yönlendirme tarihine kıyasla düşüş gözlenirken, uzun uçtaki artış belirginleşmiştir. Öte yandan, Avrupa Merkez Bankası'nın 4 Temmuz 2013 tarihli toplantısı sonrasında EONIA eğrisinin orta vadelerinde düşüş gözlenmiş, Ekim ayı itibarıyla ise uzun uçta daha belirgin olmak üzere EONIA eğrisi duyuru tarihine kıyasla yukarı kaymıştır. Japonya'da ise 4 Nisan 2013 tarihindeki, enflasyon oranı yüzde 2'ye ulaşınca dek uygulanacak niteliksel ve niceliksel

<sup>1</sup> İngiltere Merkez Bankası (2013) "Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance", Para Politikası Notu, Ağustos 2013.

genişleme politikası kararlarının beklenen politika faiz oranı patikasını aşağı çektiği, ancak söz konusu etkinin Ekim ayı itibarıyla kaybolduğu anlaşılmaktadır. Son olarak, İngiltere'de sözle yönlendirmelerin uzun vadeli beklentilerden ziyade orta vadeli beklentileri etkilemiş olduğu gözlenmektedir.

**Grafik 1. G4 Ülkelerinde Sözle Yönlendirme Duyuruları ve OIS Eğrileri (Yüzde)**



Sözle yönlendirmeye başvuran merkez bankalarının çeşitli iletişim zorluklarıyla karşı karşıya oldukları açıktır. Yapılan yönlendirmede merkez bankasının amacının açık olması, piyasa tarafından net olarak anlaşılması ve aktarım mekanizmasının iyi bilinmesi etkililik için gereklidir. Ancak, merkez bankasının verdiği politika işaretinin değişen koşullar karşısında politika yapımcıları kısıtlayıcı nitelikte olmaması önemli olup, olası şoklara karşı para politikası duruşunun değiştirileceğinin ve gerekli politika tedbirlerinin alınacağına iletişimi açıkça yapılmalıdır. Merkez bankasının yönlendirmesindeki bu koşulluluk durumunun kamuoyunca anlaşılmasını sağlamak kredibilite kaybını önlemek açısından önemlidir. Bu takdirde, geleneksel ve geleneksel olmayan politika araçlarıyla güçlendirilmiş bir para politikası bileşimi, sözle yönlendirmelerle desteklenerek merkez bankalarının gerek ekonomik gerekse finansal şoklarla daha kolay başa çıkmalarına olanak tanıyacaktır.