

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren süregelen yavaşlama eğilimi 2019 yılının ilk çeyreğinde devam etmiştir. Bu dönemde, büyük ölçüde ABD ve Japonya'daki olumlu büyüme performansına bağlı olarak gelişmiş ülkeler daha olumlu bir görünüm sergilerken, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıflama Doğu Avrupa ve Latin Amerika bölgeleri kaynaklı olarak belirginleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler, ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanması, Brexit'e ilişkin politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler nedeniyle ilk çeyreğe kıyasla daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir. Haziran sonunda yapılan G20 toplantısı sonrasında ortaya çıkan olumlu beklentiler ve gelişmiş ülkelerde yılın ikinci çeyreğinde para politikası görünümünde kaydedilen gevşeme, yılın ikinci yarısında küresel iktisadi faaliyeti destekleyici gelişmeler olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, ikinci çeyrekteki risk unsurlarının yılın geri kalanında devam etmesi ve küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin oldukça yüksek seyretmesi, 2019 yılı küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Manşet enflasyon oranları, 2019 yılının ikinci çeyreğinde de gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olmak üzere küresel ölçekte artmıştır. Bu dönemde emtia fiyatları dalgalı seyrini sürdürmüştür. Küresel ticaretteki belirsizliğin yüksek seviyesi ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüme bağlı olarak ham petrol fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü riskler belirginleşmiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde işgücü piyasalarının sıkışması, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsuru teşkil etmeye devam etmektedir. Küresel ekonomik aktivitedeki zayıf görünüm ve yüksek belirsizlik, bir taraftan emtia piyasalarını baskılamakta, diğer taraftan da işgücü piyasalarındaki sıkışmanın ücretler artışlarına yansımaları kısıtlamaktadır. Bu bağlamda, 2019 yılında küresel enflasyon oranlarının, ılımlı seyreden küresel büyüme ve emtia fiyatlarına bağlı olarak yatay bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir.

Küresel belirsizliğin yüksek seviyeleri, para politikalarında son altı aylık dönemde önemli bir değişime neden olmuştur. Söz konusu belirsizlik ve uluslararası ticarete ilişkin güçlenen kaygılar nedeniyle, 2019 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreçlerinin daha yavaş olacağına dair oluşmuş olan beklentiler, yılın ikinci çeyreğinde para politikasında gevşeme beklentilerini yansıtan bir görünüme dönüşmüştür. Dolayısıyla, küresel finansal koşullar gevşerken, tahvil faizleri tüm vadelerde gerilemiştir. Enflasyonun kontrol altında olması para politikasındaki bu gevşemeyi olanaklı kılmaktadır. Bununla birlikte, ABD ekonomisinde güçlü seyreden büyüme ve istihdam gelişmeleri ile yüksek ücret artışları, para politikasında gevşeme beklentilerini bir ölçüde sınırlamakta, ancak ticaret anlaşmazlıklarının büyüme üzerinde baskı yaratmaya başlayabileceği tahmin edilmektedir. Özetle, önümüzdeki dönemde küresel para politikası açısından küresel belirsizliğin seyri kritik önem taşımaktadır.

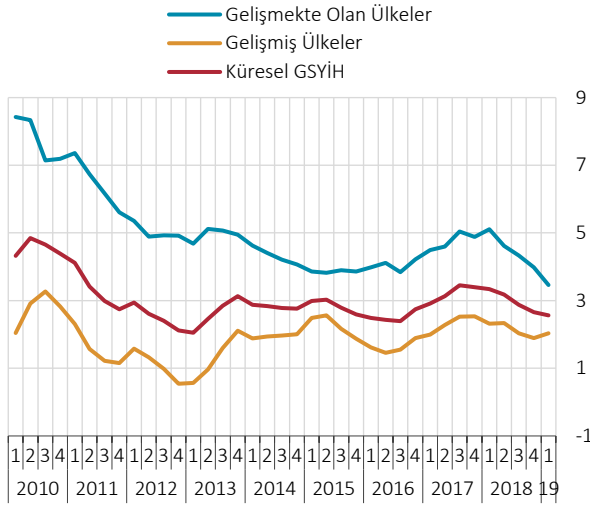
Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülkelerde para politikasındaki gevşeme eğiliminin belirginleşmesi, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarını destekleyebilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, küresel büyüme görünümüne ilişkin belirsizliğin yüksek olması, jeopolitik sorunların sürmesi, korumacılık eğilimlerinin yeniden tırmanması ve GOÜ'lerde ülkeye özgü kırılganlıklar¹, bu ülkelere yönelen portföy akımlarını zayıflatabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Buna göre, daha sağlıklı finansal koşullara ve uluslararası yatırımcılar için daha elverişli iş yapma ortamına sahip gelişmekte olan ülkelerin, küresel ekonomik veya finansal koşullardaki bozulmanın kendi ülkelerine yönelen akımlar üzerindeki azaltıcı etkisini diğer ülkelere kıyasla sınırlayabileceği not edilmelidir. Bu çerçevede, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi önem arz etmektedir.

¹ Söz konusu kırılganlıklara örnek teşkil eden GOÜ'lerin yüksek borç stoku seviyelerine ilişkin gözlemler Kutu 2.1'de sunulmaktadır.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama eğilimi, yılın ilk çeyreğinde devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir. Bu gelişmede gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızında süregelen yavaşlama etkili olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde, ABD ve Japonya kaynaklı olarak gelişmiş ülkeler bir önceki çeyreğe kıyasla daha olumlu bir büyüme performansı sergilemiştir (Grafik 2.1.1). Buna karşın, Euro Bölgesi büyümesinde yaşanan yavaşlama belirginleşmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise ilk üç aylık dönemdeki büyüme hızı tüm bölgelerde bir önceki döneme göre yavaşlamaya devam etmiştir. Büyümedeki yavaşlama Doğu Avrupa ve Latin Amerika bölgelerinde daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 2.1.2). Bu dönemde gelişmekte olan ülkeler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin ekonomisi, beklenenden daha yüksek bir büyüme hızı sergilemiş ve bir önceki dönemdeki büyüme oranını korumuştur.

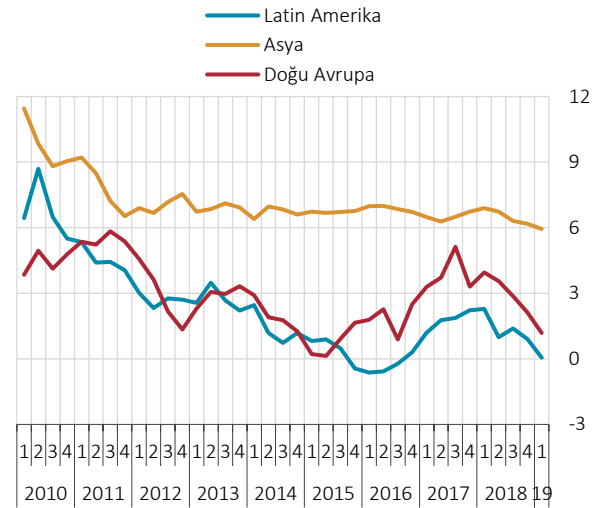
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)

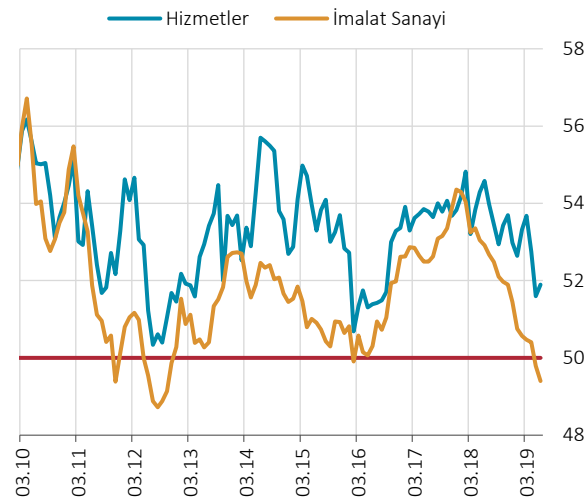


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

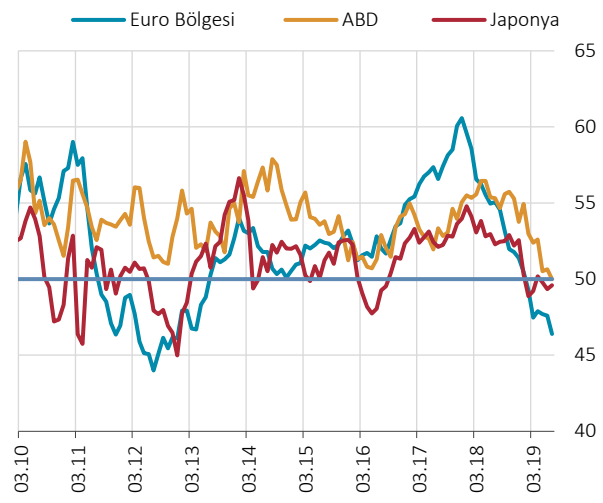
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, ilk çeyreğe kıyasla daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde özellikle imalat sanayi küresel PMI göstergesinin 50 kritik seviyesinin altına gerilemesi, ekonomik büyümenin ve uluslararası ticaretin en önemli dinamiklerinden olan sanayi sektörünün küresel boyutta yavaşladığını ima etmektedir. Küresel PMI verilerindeki gerileme hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere kaynaklanmıştır (Grafik 2.1.4 ve Grafik 2.1.5). Bu durum, küresel ekonominin büyüme hızındaki yavaşlamanın, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğini ima etmekte; büyüme oranlarının ilk çeyrek değerlerinin altında gerçekleşeceği beklentilerini desteklemektedir. 2019 yılının ikinci çeyreğinde, dünya ticaretinde uzun süredir devam eden belirsizliklerin yeniden tırmanması yanında Brexit gibi politik belirsizlikler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik riskler, başta imalat sanayi olmak üzere ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyen en önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

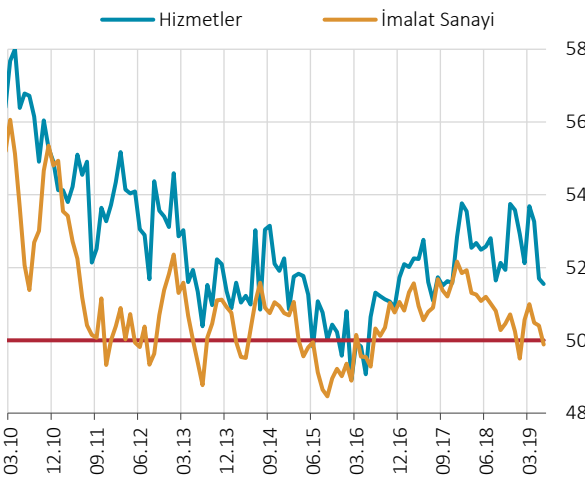
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

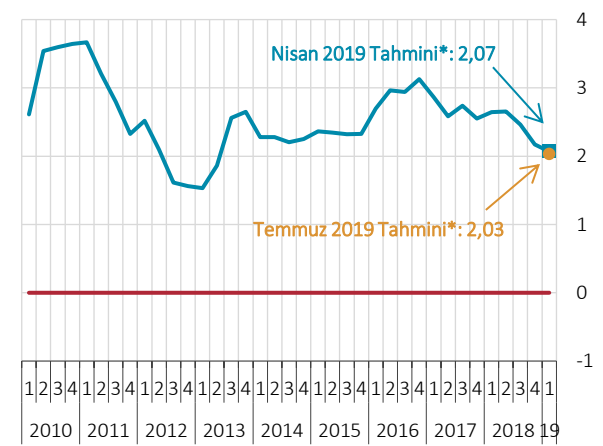
Küresel faaliyette süregelen yavaşlamanın nedenlerine ilişkin olarak bahsi geçen faktörlerin önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir, yılın geri kalanı için küresel büyümenin belirleyicisi olmaya devam edecektir. Söz konusu risk faktörlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini yavaşlatabileceği ve bu ülkelerde ekonomik büyümeyi daha da baskılayabileceği öngörülmektedir. Nitekim 2019 yılı büyüme tahminlerinin Temmuz ayı Consensus Forecast bültenlerinde gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü için aşağı yönlü güncellenmesi bu öngörüğü desteklemektedir. Bununla birlikte, Haziran ayı sonunda yapılan G20 toplantısı sonrasında, ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin çözümüne yönelik olarak ortaya çıkan olumlu beklentilerin devam etmesi, önümüzdeki dönemde ekonomik büyümeyi ve uluslararası ticareti olumlu etkileyecek bir unsur olacaktır. Başta gelişmiş ülke merkez bankaları olmak üzere para politikalarındaki gevşemenin devam etmesini de, bu çerçevede küresel iktisadi faaliyeti destekleyici bir gelişme olarak değerlendirmek mümkündür.

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* 2019 yılı büyüme tahminini göstermektedir.

2019 yılı küresel büyüme tahmini bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre değişmemiştir (Tablo 2.1.1). Consensus Forecasts bültenlerinden elde edilen 2019 yılı büyüme tahminlerinin Temmuz ayında Nisan ayına göre, Euro Bölgesi ve İngiltere için değişmediği, ABD ve Japonya için ise yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, 2019 büyüme tahminleri Doğu Avrupa için aynı

kalırken, Latin Amerika ile Asya Pasifik bölgeleri için aşağı yönlü güncellenmiştir. 2019 yılına ilişkin IMF Temmuz ayı Dünya Ekonomik Görünümü tahminleri de Consensus Forecasts tahminleri ile paralellik arz etmektedir. Temmuz ayı Consensus Forecasts tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2019 yılına ilişkin yıllık büyüme tahmini, Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.1.6).

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları 2019 yılının ikinci çeyreğinde de dalgalı seyrini sürdürmüştür. Yılın ilk çeyreğindeki artış eğilimi Nisan ayı sonuna kadar devam ederken, sonrasında enerji fiyatlarındaki hızlı düşüşe bağlı olarak gözlenen gerileme, Haziran ayının ikinci yarısında yerini, enerji, değerli metal ve tarım fiyatlarında gözlenen yükselişe bağlı olarak, yeniden artışa bırakmıştır. Bu bağlamda, emtia fiyatları bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 4,2 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde, enerji fiyatları bir önceki çeyreğe göre, düşük baz nedeniyle, ortalama yüzde 7,3 oranında yükselirken, endüstriyel metal, tarım ve değerli metal fiyatları ise sırasıyla, ortalama yüzde 2,4, yüzde 0,9 ve yüzde 0,1 oranlarında gerilemiştir (Grafik 2.2.1).

Endüstriyel metal piyasasında 2018 yılından bu yana devam eden arz kısıtları, Çin'in büyüme desteklemeye yönelik uyguladığı genişletici politikalar ve küresel risk iştahındaki iyileşmeye bağlı olarak, 2019 yılının ilk çeyreğinde sınırlı oranda artan fiyatlar, ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanmasıyla, yılın ikinci yarısında yıl başındaki seviyelerine düşmüştür. G20 toplantısını takiben söz konusu ticaret geriliminin hafiflemesi ve Çin'in büyüme destekleme yönünde ek program açıklamasının yanı sıra endüstriyel metal piyasalarında arz kısıtlarının devam etmesi, Haziran ayı sonuna doğru endüstriyel metal fiyatlarında bir miktar toparlanmaya yol açmıştır. Bununla birlikte, küresel iktisadi faaliyetin beklenenden daha olumsuz bir görünüm sergilemesi, söz konusu fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Tablo 2.1.1: 2019 ve 2020 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2019	2020	2019	2020
Dünya	2,7	2,8	2,7	2,7
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,4	2,0	2,5	1,9
Euro Bölgesi	1,1	1,3	1,1	1,2
Almanya	0,8	1,5	0,7	1,4
Fransa	1,3	1,3	1,3	1,3
İtalya	0,0	0,5	0,0	0,4
İspanya	2,2	1,9	2,3	1,8
Japonya	0,6	0,5	0,7	0,3
İngiltere	1,3	1,5	1,3	1,3
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,5	5,4	5,4	5,3
Çin	6,2	6,1	6,2	6,0
Hindistan	7,2	7,3	6,9	7,1
Latin Amerika	1,6	2,5	0,9	2,2
Brezilya	1,9	2,6	0,9	2,2
Doğu Avrupa	1,9	2,6	1,9	2,6
Rusya	1,5	1,8	1,1	1,9

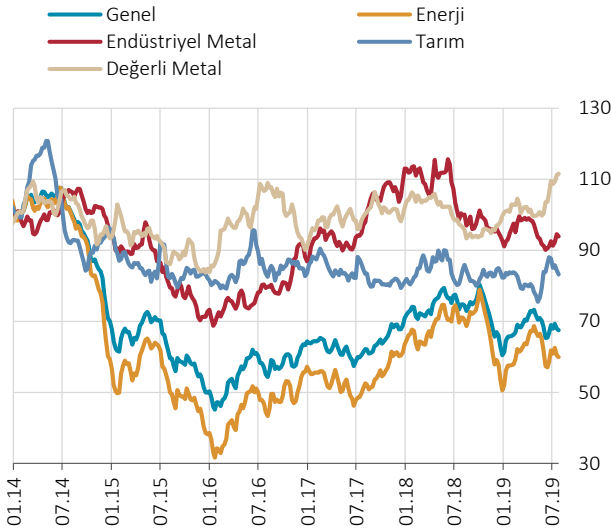
Kaynak: Consensus Forecasts.

Küresel tarım üretimi ve tahıl stoklarının tarihi yüksek seviyelerde olmasına karşın, Çin'in, ABD ile arasındaki ticaret gerilimine bağlı olarak ABD'den ithalatını büyük ölçüde azaltmasına bağlı olarak oluşan arz fazlası, yılın ikinci çeyreğine denk gelen yeni ekim döneminde tarımsal ürün ekimlerinin azalmasına ve fiyatların artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, Çin'in uygulamaya koyduğu ekonomik büyümeyi destekleme programının etkileri oranında tarım fiyatlarında da Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak, yukarı yönlü bir hareketin söz konusu olabileceği not edilmelidir.

Gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarsızlıklar, ABD ile Çin arasındaki ticaret gerilimi, Euro Bölgesi ve İngiltere'deki politik tansiyon, jeopolitik belirsizliklerin artması ve gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki gevşeme, altın fiyatları başta olmak üzere değerli metal fiyatlarını yukarı çekmiştir. Önümüzdeki dönemde de küresel ekonomi politikalarında belirsizliğin yüksek seyretmesi dolayısıyla, değerli metal fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketin süreceği değerlendirilmektedir.

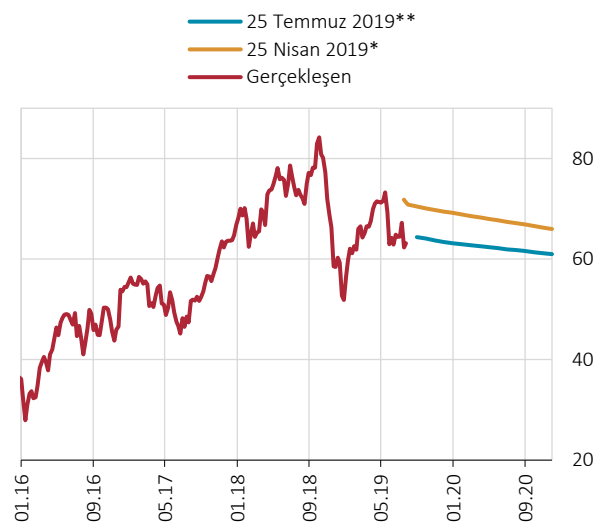
Ham petrol fiyatları 2019 yılının ilk çeyreğinde OPEC ve Rusya'nın üretimi kısma kararını yürürlüğe sokması; Venezuela, İran ve Libya'daki jeopolitik sorunların sürmesi; ABD kaya petrolü üretim artışının hız kesmesi ve Nisan ayı ortasından itibaren ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin yeniden tırmanmasıyla 70 ABD doları seviyelerini aşmıştır. Bununla birlikte, talebin yavaşlama eğilimini sürdüreceğine dair güçlü beklentilerle, Mayıs ayının ikinci yarısında ham petrol fiyatları yeniden 70 ABD doları seviyelerinin altına gelmiştir.

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)



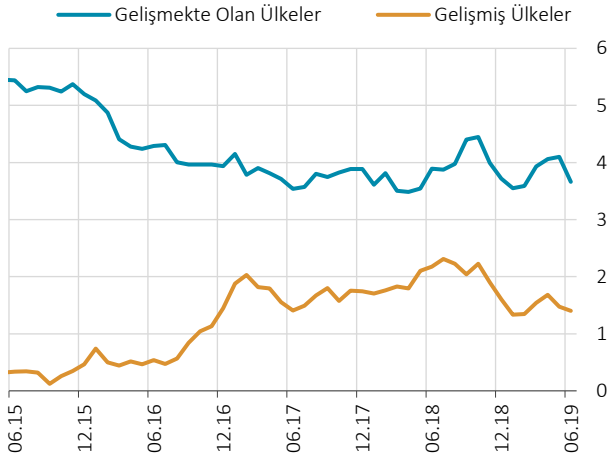
Kaynak: Bloomberg.

*25 Nisan 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**25 Temmuz 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

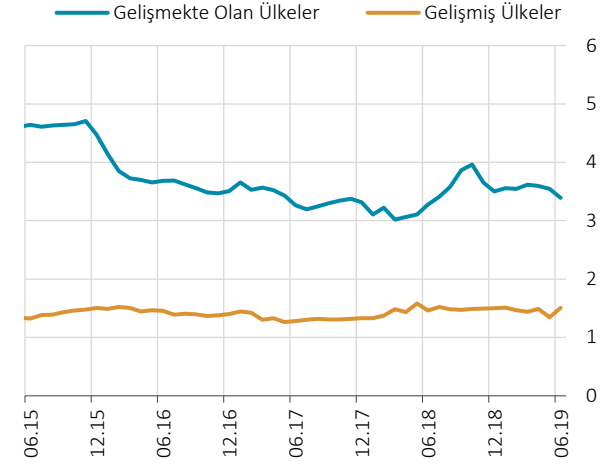
Temmuz ayı başında OPEC'in var olan üretimi kısma kararını 9 ay daha uzattığını açıklaması, jeopolitik sorunların küresel ölçekte sürmesi ve ABD kaya petrolü üretiminde gözlenen yavaşlamanın devam etmesine karşın küresel ticaretteki yüksek belirsizlik ve küresel ekonomik aktivitedeki olumsuz görünüm nedeniyle ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü hareket gözlenmiştir. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak da söz konusu eğilimin devam edeceği ve ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risklerin bir miktar öne çıktığı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, Brent tipi ham petrol vadeli sözleşmeleri, ham petrol fiyatlarının 2019 yılı ortalamasının 65 ABD doları civarında gerçekleşeceğini ima etmektedir (Grafik 2.2.2).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

2019 yılının ikinci çeyreğinde, manşet enflasyon oranları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde artarken, (Grafik 2.2.3) çekirdek enflasyon oranları bir miktar düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2019 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, birçok gelişmiş ülke için bir önceki Rapor dönemine göre yatay seyretmiştir (Tablo 2.2.1).

ABD’de işsizlik oranlarının tarihsel düşük düzeylerde seyretmesiyle artan ücretlere ve ikinci çeyrekteki ham petrol fiyat artışlarının olumsuz etkilerine karşın, ankete dayalı uzun dönem enflasyon beklentileri fazla değişmemiştir. Euro Bölgesi’nde ise sıkılaştırılan işgücü piyasası ile artan ücretlere karşın, çekirdek enflasyon göstergeleri ılımlı artış göstermiştir. Manşet enflasyonu yüzde 1 seviyesinin altında olan Japonya’da, süregelen pozitif çıktı açığının yanı sıra orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkacağı öngörüsü sürmektedir. Öte yandan İngiltere’de beklentiler paralelinde sıkılaşmaya devam eden işgücü piyasası ve hedeflerle uyumlu olarak artan birim ücret maliyetleriyle birlikte manşet enflasyon yüzde 2 civarında seyretmektedir.

Tablo 2.2.1: 2019 ve 2020 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2019	2020	2019	2020
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	1,9	2,2	1,9	2,1
Euro Bölgesi	1,3	1,4	1,3	1,4
Almanya	1,4	1,6	1,5	1,6
Fransa	1,2	1,4	1,2	1,4
İtalya	0,9	1,3	0,9	1,2
İspanya	1,2	1,5	1,0	1,3
Yunanistan*	0,7	1,1	0,8	1,1
İngiltere	2,0	2,1	1,9	2,0
Japonya	0,6	1,0	0,6	0,8
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	2,2	2,3	2,3	2,4
Çin	2,1	2,1	2,3	2,3
Hindistan**	3,9	4,3	3,8	4,3
Latin Amerika (Venezuela hariç)	7,9	6,3	8,3	6,7
Brezilya*	4,0	4,1	3,9	4,0
Doğu Avrupa	6,4	5,5	6,4	5,6
Rusya*	4,6	4,1	4,4	4,0

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

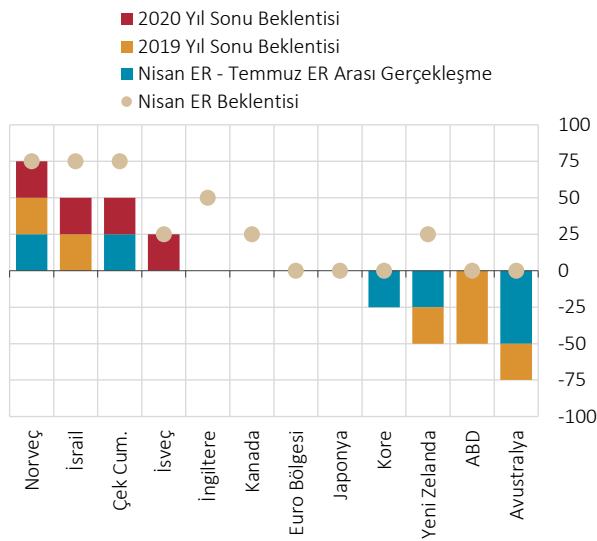
** Hesaplamalar mali yıl içindir.

Önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyatlarına ilişkin yukarıda sıralanan riskler, küresel manşet enflasyon üzerinde de aynı yönde risk unsuru teşkil etmektedir. Gelişmiş ülkelerde sıkılaşan işgücü piyasaları ve hızlanan ücret artışları, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, küresel ticaret müzakerelerinin olumsuz sonuçlanması ve karşılıklı olarak arttırılan tarifelerle birlikte küresel ticaret hacminin daralması yanında ekonomik politika belirsizliğinin artması durumunda küresel büyüme görünümü olumsuz etkilenebilecektir. Böyle bir durum ise gelişmiş ülkelerde işgücü piyasası ve çekirdek enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Yüksek küresel belirsizlik ve uluslararası ticarete ilişkin kaygıların güçlenerek devam etmesi, yılın ikinci çeyreğinde para politikası görünümünün daha da gevşemesine yol açmıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde Nisan-Temmuz döneminde faiz indirimleri görülmeye başlanmış; ileriye yönelik politika faizi beklentileri de geçtiğimiz Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Örneğin Nisan ayında 2019-2020 dönemi boyunca politika faizlerini sabit tutması ya da arttırması beklenen ABD, Avusturalya ve Yeni Zelanda merkez bankalarının, Temmuz ayı Bloomberg anketinde söz konusu dönemde faiz indirimine gitmeleri beklenmektedir. Piyasa fiyatlaması da benzer yönde gelişmiştir. Finansal piyasalar geçtiğimiz Rapor dönemine göre dört büyük merkez bankası için daha düşük politika faizleri fiyatlamaktadır (Tablo 2.3.1).

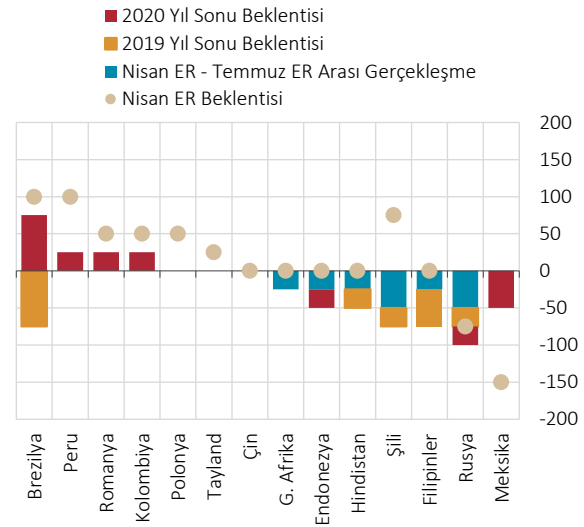
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Nisan 2019 – Aralık 2020* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 26 Temmuz 2019 itibarıyladır. Beklentiler Bloomberg Anketi medyan değerleridir.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Nisan 2019 – Aralık 2020* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 26 Temmuz 2019 itibarıyladır. Beklentiler Bloomberg Anketi medyan değerleridir.

Fed'in Haziran toplantısında politika faizinde değişikliğe gidilmemiş, ancak ileride yapılması olası faiz indirimlerine dair daha güçlü bir sinyal verilmiştir. Açıklamada küresel ticaret ile ilgili belirsizliklere vurgu yapılmış ve Kurul üyelerinin politika faizi tahminleri aşağı çekilmiştir. Faizin 2019 yılında sabit kalacağı yönündeki medyan öngörü değişmemiş ancak önemli sayıda üyenin beklentilerini iki faiz indrimi yönünde güncelledikleri dikkat çekmiştir. Bu çerçevede Fed iletişiminin 2019 yılı için piyasa fiyatlamasına yaklaştığı görülmektedir. Ancak, 2020 yılı için farklılaşma devam etmektedir. Fed üyelerinin hiçbiri 2020 yıl sonuna kadar ikiden fazla faiz indrimi öngörmezken, opsiyonların ima ettiği politika faiz oranları, ikisi 2019 yılında olmak üzere, 2020 sonuna kadar üç faiz indiriminin tam olarak fiyatlandığına işaret etmektedir. Haziran sonuna doğru dördüncü indirim de fiyatlanmış ancak güçlü gelen işgücü verileri sonrası ima edilen faiz bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.3.3). Sonuç olarak, Fed'in patikası ile piyasanın fiyatladığı faiz patikası arasındaki ayrışma özellikle 2020 yılı için devam etmektedir.

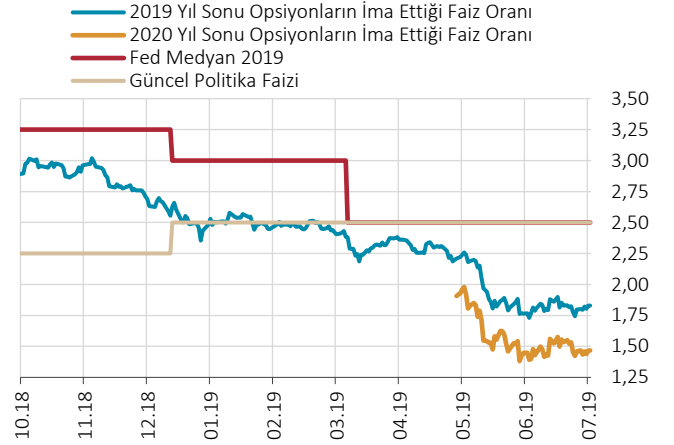
ECB faizleri sabit tutmakla birlikte Temmuz ayı toplantısında sözle yönlendirmesini değiştirerek faizlerin en erken 2020 yılı ikinci yarısına kadar aynı seviyede ya da daha düşük olmasını beklediğini paylaşmıştır. Metne eklenen “daha düşük” ifadesi önümüzdeki dönemde faiz indirimine gidilebileceğine dair bir sinyal etkisi taşımaktadır. Ayrıca, destekleyici para politikasının gerekliliğine vurgu yapılmış, sözle yönlendirmenin güçlendirilmesi ve yeni tahvil alımları gibi olasılıkların araştırıldığı mesajı verilmiştir. Temmuz toplantı duyurusu ECB'nin enflasyondaki düşüş eğilimine karşı para politikasında ek gevşemeye gitme olasılığının güçlendiğine işaret etmektedir.

Tablo 2.3.1: Dört Büyük Merkez Bankası 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Politika Faizi (%)

	Güncel Politika Faizi (%)	2019 Yıl Sonu Opsiyonların İma Ettiği Politika Faiz Oranı (%)		ER Dönemleri Arası Değişim (% Puan)
		Nisan ER	26.07.2019	
Fed	2,5	2,27	1,83	↓-0,44
ECB	0	-0,01	-0,18	↓-0,17
İngiltere MB	0,75	0,81	0,60	↓-0,21
Japonya MB	-0,1	-0,12	-0,20	↓-0,08

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.3.3: 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (% , Üst Bant)

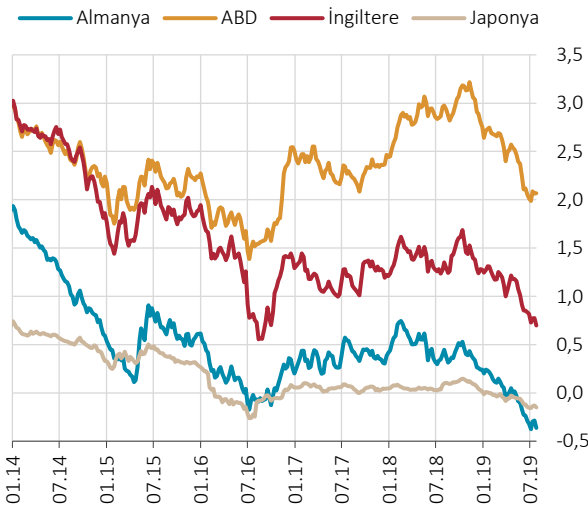


Kaynak: Bloomberg.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

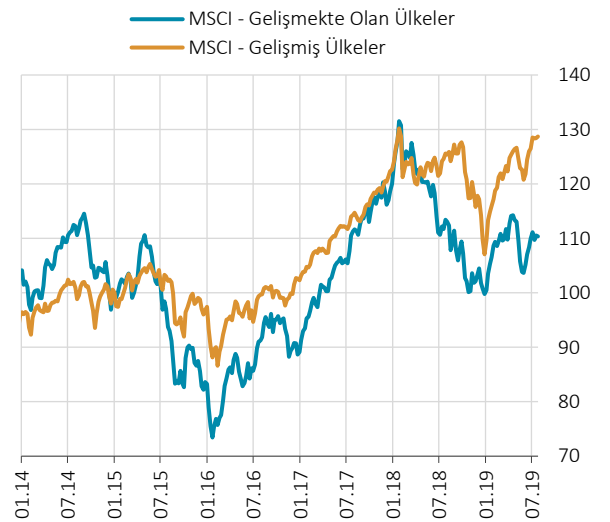
Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki görece gevşeme, 2019 yılının ikinci çeyreğinde parasal genişlemenin devam edeceği ve politika faizlerinin indirilebileceğine ilişkin açıklamalarla belirginleşmiştir. Bu bağlamda, ABD'nin 10 yıllık tahvil getirisi Kasım 2016'dan bu yana ilk kez yüzde 2'nin altına inerken; Japonya ve Euro Bölgesi tahvil getirileri negatif bölgede düşüşünü sürdürmüştür (Grafik 2.4.1). Önümüzdeki döneme yönelik olarak büyüme ve enflasyonda hızlı bir toparlanma öngörüsünün olmamasının, gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşemenin ve tahvil faizlerindeki düşüşün devamı için uygun ortam sağladığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

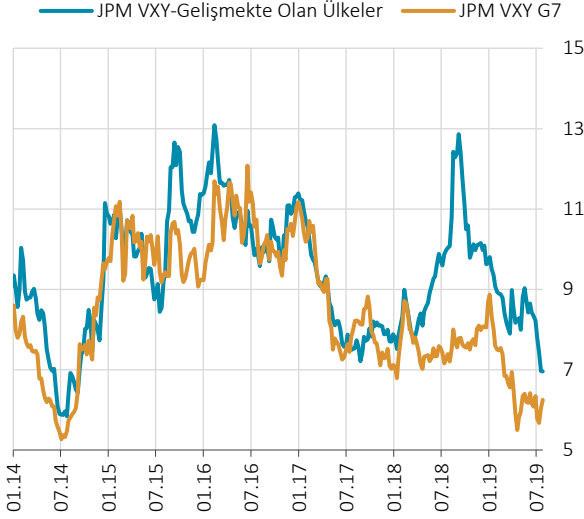
Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

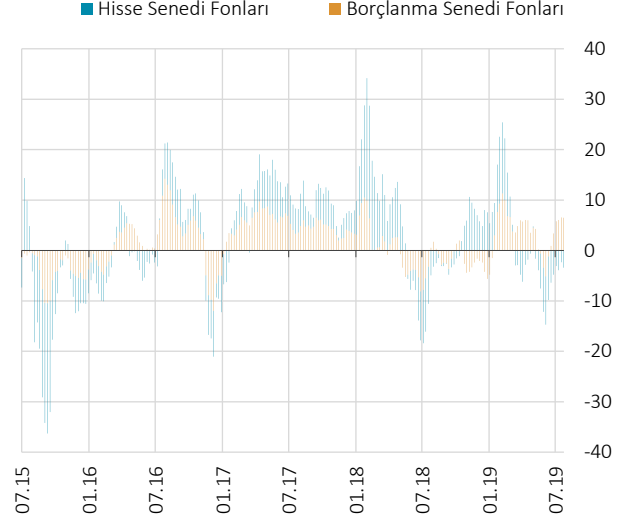
Yılın ikinci çeyreğinde, geçtiğimiz yıldan bu yana süregelen ticarete artan korumacılık önlemleri kaynaklı belirsizliklere ek olarak artan jeopolitik risklerden dolayı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke hisse senetlerinde eşanlı değer kayıpları gözlenmiştir. Haziran ayı sonunda yapılan G20 zirvesiyle birlikte, küresel ticarete ilişkin belirsizliklerin çözüleceğine dair oluşan iyimser beklentiler sonucunda, söz konusu değer kayıpları yine eşanlı olarak telafi edilmiştir (Grafik 2.4.2). Son dönemdeki olumlu havaya ve gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşemeye bağlı olarak düşen risk algısı da gelişmiş ve gelişmekte olan ülke kur oynaklıklarında düşüşün devam etmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3).

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

2019 yılının ikinci çeyreğinde, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin yüksek seviyesini koruması ve ABD ile Çin arasında süren ticaret geriliminin yeniden tırmanmasıyla, Mayıs ayının ikinci yarısında GOÜ borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar gözlenirken, GOÜ hisse senedi piyasalarında Şubat ayından bu yana izlenen çıkışlar hız kazanmıştır. Bununla birlikte, Haziran ayında, özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme sinyalleriyle GOÜ borçlanma senedi piyasalarına girişler yeniden hızlanmıştır. Buna karşın, gerek gelişmiş ülkelerde para politikalarındaki değişim gerekse G20 zirvesiyle birlikte ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin bir miktar yumuşaması, GOÜ hisse senedi piyasalarına yönelik portföy akımları üzerinde olumlu etki yaratma konusunda yeterli olmamıştır (Grafik 2.4.4).

GOÜ'lere bölgesel olarak bakıldığında, 2019 yılının ikinci çeyreğinde Asya, Avrupa ve Latin Amerika bölgelerinden portföy çıkışlarının olduğu görülmektedir (Tablo 2.4.1). Tüm bölgelerde, borçlanma senedi piyasalarına Haziran ayı başından itibaren yeniden girişlerin başladığı görülmektedir. Söz konusu dönemde, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki görece gevşeme ve küresel risk iştahının artmasına bağlı olarak uluslararası yatırımcıların daha yüksek riskli GOÜ tahvillerine yöneldiği izlenmiştir. Aynı dönemde tüm bölgelerde hisse senedi piyasalarından çıkışlar devam etmiştir. Ancak, ABD ve Çin arasında Mayıs ayında tırmanan ticaret geriliminin bir miktar yumuşamasıyla Çin başta olmak üzere Asya ülkelerinin hisse senedi piyasalarından çıkışlar büyük ölçüde yavaşlamıştır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki görece gevşemenin önümüzdeki dönemde belirginleşmesi, GOÜ'lere yönelik portföy akımları üzerinde artırıcı etki yapabilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın, yüksek küresel belirsizlik, süregelen jeopolitik sorunlar, yeniden tırmanan korumacılık eğilimleri ve GOÜ'lerde ülkeye özgü kırılabilirlikler, bu ülkelere yönelik portföy akımlarını zayıflatabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu (Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7
	Ç4	4,5	-14,0	18,5	14,1	-4,5	-3,1	-2,0
2019	Ç1	29,8	20,2	9,6	9,7	4,2	10,3	5,5
	Ç2	-6,7	7,9	-14,6	-8,1	-1,2	-0,9	3,5

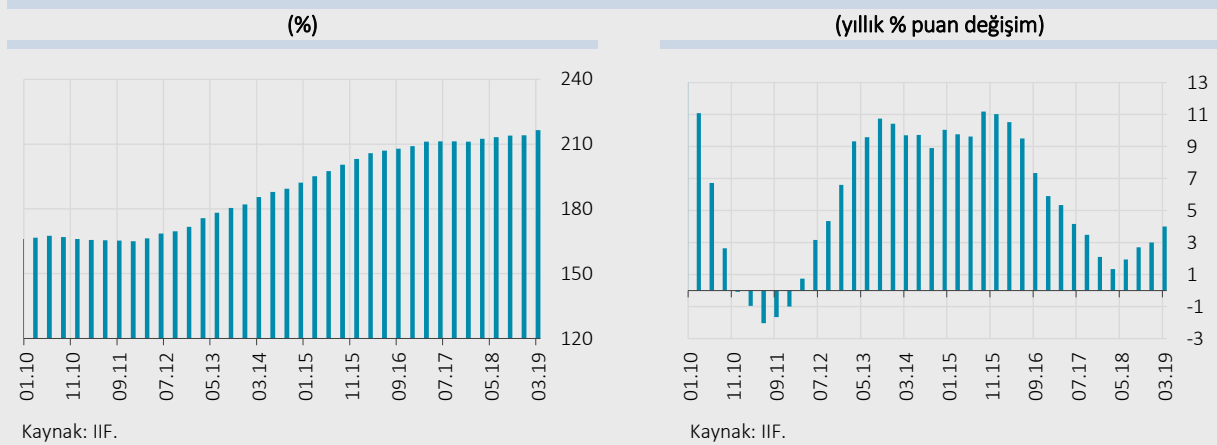
Kaynak: EPFR.

Kutu 2.1

Gelişmekte Olan Ülkelerin Borçlanma Yapısına İlişkin Gözlemler

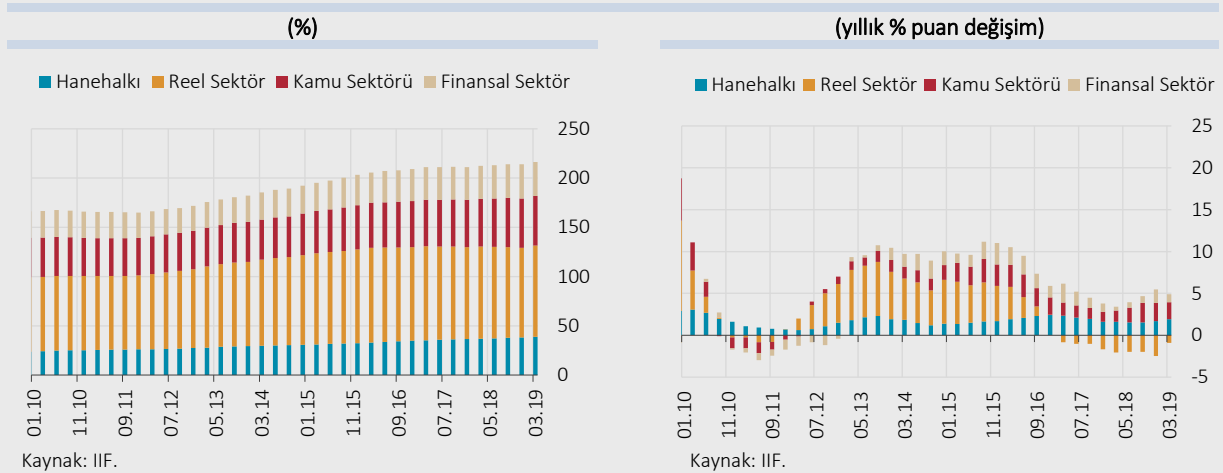
Uluslararası Finans Enstitüsü (Institute of International Finance, IIF), küresel borçlanmaya ilişkin 2019 yılı ilk çeyrek verilerini yayınlamıştır. Bu kutuda, IIF tarafından yayınlanan borçlanma verilerinin kısa bir değerlendirilmesi yer almaktadır. IIF'in takip ettiği gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) grubunun¹ 2019 yılının ilk çeyreğinde toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı yüksek seviyesini korurken, bir önceki sene belirgin bir şekilde yavaşlayan borcun artış oranının sınırlı oranda yükseldiği izlenmektedir (Grafik 1).

Grafik 1: GOÜ 30, Toplam Borcun GSYİH'ye Oranı



Alt sektörler bazında bakıldığında, borç oranında en yüksek paya sahip sektörün, reel kesim olduğu görülmektedir. 2017 yılından itibaren, GOÜ'ler genelinde, hanehalkı ve finans sektörü borcunun GSYİH'ye oranındaki artış yavaşlarken, reel sektör borcunun GSYİH'ye oranı gerilemiş; kamu sektörü borcunun GSYİH'ye oranı ise yatay seyretmiştir (Grafik 2).

Grafik 2: GOÜ 30, Sektörel Borcun GSYİH'ye Oranı

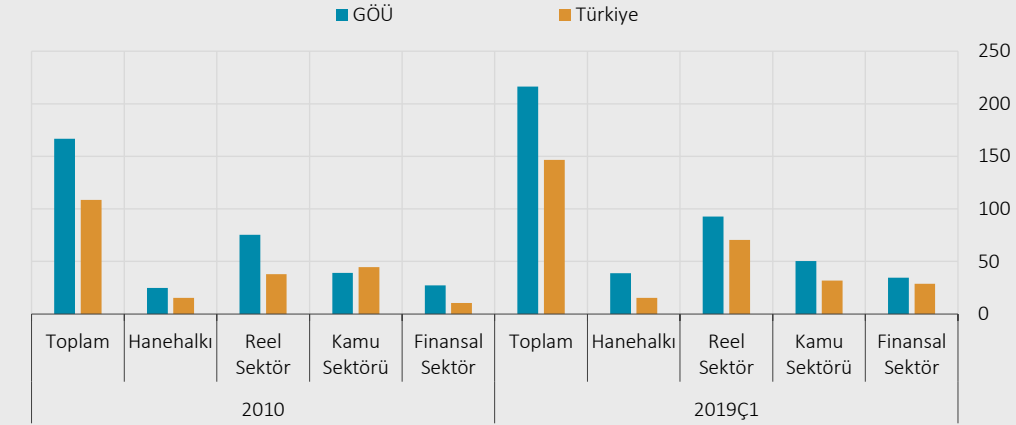


Türkiye'nin toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı, 2010 yılı ile 2019 yılı ilk çeyreğinde GOÜ ortalamasının altında yer almaktadır. Sektörel bazda Türkiye GOÜ'lerle kıyaslandığında ise, 2010 yılında borcun GSYİH'ye oranının kamu sektörü dışındaki bütün sektörlerde GOÜ ortalamasının

¹ Kapsam dâhilindeki 30 gelişmekte olan ülke: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Mısır, Gana, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Kenya, Kore, Lübnan, Malezya, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna, Birleşik Arap Emirlikleri.

altında kaldığı görülmektedir. Bununla birlikte, 2019 yılının ilk çeyreğine gelindiğinde Türkiye'nin tüm sektörlerde GOÜ ortalamalarının altında yer aldığı izlenmektedir (Grafik 3). Türkiye'nin borç stokunun GSYİH'ye oranı sektörel bazda incelendiğinde, söz konusu iki dönem kıyaslamasında değişiklikler göze çarpmaktadır. Bu bağlamda, kamu sektörü borcunun belirgin şekilde azaldığı gözlenirken, reel sektör borcu artış sergilemiştir. Aynı dönemde, hanehalkı borcu düşük seviyesini korurken, finansal sektörün borcunda ise ılımlı bir yükseliş olmuştur.

Grafik 3: Sektörel Borcun GSYİH'ye Oranının GOÜ-30 ve Türkiye Kıyaslaması (2010 – 2019 Ç1)

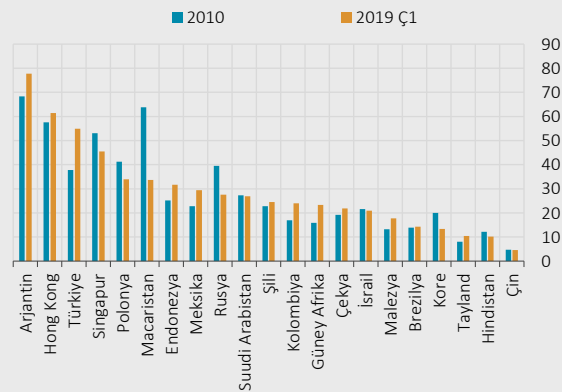


Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde toplam borç stokunun para birimi cinsinden dağılımı, ülkelerin faiz ve döviz kuru şoklarına karşı ne durumda olduklarına ilişkin yol göstermesi açısından önemli olmaktadır. Bu çerçevede, GOÜ'lerde toplam borç stoku yabancı para-yerli para ayrımında değerlendirildiğinde, toplam borç içinde yabancı para payının 2010-2018 döneminde Macaristan'da belirgin bir şekilde gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4). 2008 küresel finansal krizi ile birlikte, Macaristan ekonomisinde yabancı para cinsi ipotekli konut kredilerinin geri ödenmemesi dolayısıyla büyük sorunlar gözlenmiştir. Dolayısıyla, yabancı para borçlanmayı zorlaştırmak amacıyla bir seri önlem uygulamaya koyulmuş ve yabancı para cinsi borçlanma büyük ölçüde gerilemiştir.

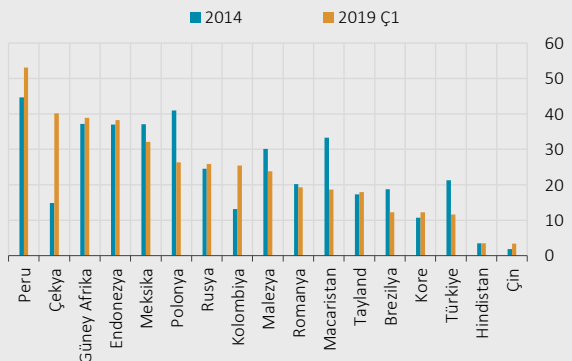
Yerli para cinsi kamu borçlanma senetleri içindeki yabancı payına bakıldığında ise Macaristan ve Polonya'da daha belirgin olmak üzere, Türkiye, Brezilya, Meksika ve Malezya'da gerileme olduğu görülmektedir (Grafik 5).

Grafik 4: Borçlanma İçinde Yabancı Paranın Payı 2010-2018 Karşılaştırma (%)



Kaynak: IIF.

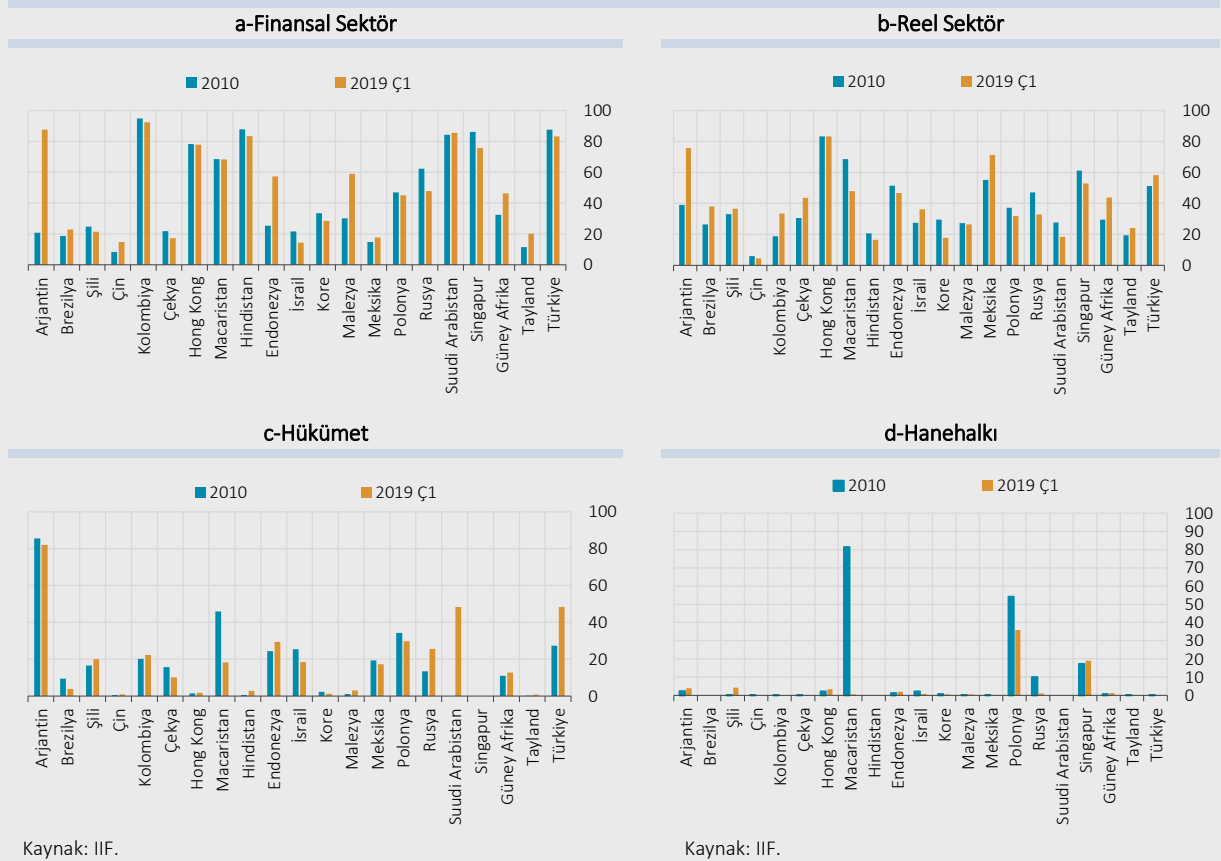
Grafik 5: Yerli Para Cinsi Hükümet Borçlanma Senetlerinde Yabancı Yatırımcıların Payı 2014-2018 Karşılaştırma (%)



Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde toplam borç içinde yabancı paranın payının en yüksek olduğu sektörün finansal sektör olduğu izlenmektedir (Grafik 6-a). Özellikle Doğu Avrupa ve Asya ülkelerinde finansal sektörün, borçlanmasının yarıdan fazlasını yabancı para cinsinden yaptığı göze çarpmaktadır. Kolombiya, Hindistan, Singapur ve Türkiye'de bu oran yüzde 80'in üzerine çıkmaktadır. GOÜ'lerde reel sektör borçlanması içinde yabancı paranın payı ise finansal sektöre göre daha makul seviyededir (Grafik 6-b). Ancak, Arjantin ve Meksika ile birlikte, Türkiye'de de reel sektör borçlanmasında yabancı paranın payında artış olmuştur. Kamu kesimi yabancı para cinsinden borçlanmasının payı, Arjantin dışındaki ülkelerde makul seviyelerde seyretmektedir (Grafik 6-c).

Grafik 6: Borçlanma İçinde Yabancı Paranın Payı, Sektörler Bazında



GOÜ'lerde hanehalkının yabancı para borç stoku, çoğu ülkede getirilen kısıtlamalardan kaynaklı ihmal edilebilir düzeydedir (Grafik 6-d). Benzer şekilde, Türkiye'de de hanehalkının yabancı para kredi kullanımı 2009 yılında getirilen düzenleme ile yasaklandığı belirtilmelidir. Macaristan'da 2010 yılından sonra hanehalkı yabancı para borçlanması getirilen kısıtlar neticesinde göz ardı edilebilir seviyelere gerilemiştir. Polonya'da ağırlıkta konut kredilerinden oluşan hanehalkı yabancı para borçluluğu 2010 yılına göre azalmakla birlikte yüksek seviyesini korumaktadır. Singapur'da ise konut ve kısmen dayanıklı tüketim için kullanılan kredilerden kaynaklı borçlanma dikkat çekmektedir. Ancak, Singapur'da yabancı para borçluluk oranının Polonya'ya göre oldukça düşük seyrettiği belirtilmelidir.

Özetle, 2019 yılının ilk çeyreğinde, GOÜ'lerde toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı yüksek seviyesini korurken, belirgin bir şekilde yavaşlayan borcun artış oranının sınırlı oranda yükseldiği izlenmektedir. GOÜ'lerde en borçlu sektörün reel kesim olduğu göze çarpmaktadır. GOÜ'lerde yabancı para birimi cinsinden borç payının en yüksek olduğu sektör finans sektörü olurken en düşük kesimin hanehalkı olduğu görülmektedir. Kamu kesimi yabancı para cinsinden borçlanmasının payı, Arjantin dışındaki ülkelerde makul seviyelerde seyretmektedir.

