

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2011 yılı son çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı sınırlı da olsa yavaşlamaya devam etmiş, 2012 yılına dair büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel büyüme tahminlerindeki düşüşün önemli ölçüde gelişmiş ülkelerden kaynaklandığı ve Euro Bölgesi'nin bu düşüşte önemli rol oynayarak diğer ülkelerden ayrıştığı dikkat çekmektedir.

Son üç aylık dönemde Euro Bölgesi borç krizi ağırlaşmaya devam etmiş, sorunlar finans sektöründen reel ekonomiye sirayet etmiştir. Kötüleşen görünüm bölge yöneticilerini yeni tedbirler almaya zorlamış, ancak gerek 9 Aralık tarihli zirvede alınan kararların uygulanabilirliğine ilişkin belirsizlikler, gerekse alınan tedbirlerin sorunları çözmede yeterli olmayabileceğine ilişkin endişeler borç krizinin gündemi belirlemeye devam etmesine neden olmuştur. 9 Aralık kararları, Euro Bölgesi'ndeki iç dengesizliklere yönelik tedbir sunmamakla birlikte, hukuki sorunların aşılacağı varsayımıyla, yeni finansman imkanları sayesinde borç krizinden ağır şekilde etkilenen çevre ülkelere zaman kazandırarak kendi yapısal sorunlarını çözme imkanı vermektedir (Kutu 2.1). Borç krizi nedeniyle sermaye yeterliliği sorunlarıyla karşı karşıya kalan bölge bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik rasyolarına ilişkin getirilecek yeni düzenlemelere uyum süreci ise bir başka belirsizlik kaynağı olmaktadır. Bütün bu değerlendirmeler, Euro Bölgesi'ne ilişkin sorunların ancak kademeli ve zamana yayılarak çözülebileceğine işaret etmektedir.

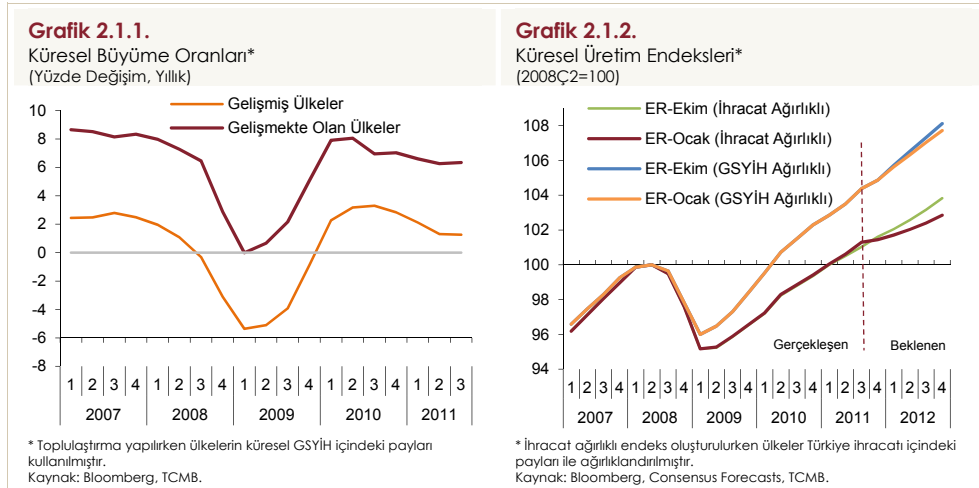
ABD ekonomisinde istihdam ve hanehalkı harcamaları son üç aylık dönemde beklenenden bir miktar daha iyi performans göstermiş, ancak yatırımlarda yavaşlama meydana gelirken, emlak sektörü baskı altında kalmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) iktisadi faaliyeti destekleyici para politikası uygulamasını sürdürmüştü; bu kapsamda kısa vadeli hazine tahvillerinin uzun vadeliyle takasına dayanan niteliksel genişleme paketini devam ettirmiştir. Buna ilaveten, Fed enflasyondaki aşağı yönlü baskı öngörülerine istinaden politika faizlerini en az 2014 yılı sonlarına kadar mevcut düşük seviyelerde tutacağını kamuoyu ile paylaşmıştır. Fed, gerek faizleri uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutarak gerekse genişleme paketlerini devam ettirerek, para politikasının iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun önümüzdeki dönemde de devam edeceğinin altını çizmiştir.

Öncü göstergeler, gelişmekte olan ülkelerin küresel çalkantıdan olumsuz etkilendiğine ve iktisadi faaliyetin bu ülkelerde yavaşlamaya başladığına işaret etmektedir. Her ne kadar gelişmekte olan ülkeler sağlıklı makroekonomik temellere sahip olsa da ticaret, fonlama ve beklentiler kanallarından gelişmiş ülkelerdeki sorunlardan olumsuz etkilenebilmektedirler. Bölgesel olarak incelendiğinde ise Doğu Avrupa ülkelerinin daha sert etkilenmekte oldukları gözlenmektedir. Bu etkilerin önümüzdeki dönemde de süreceği, dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının tekrar güçlenmesinin zaman alabileceği düşünülmektedir.

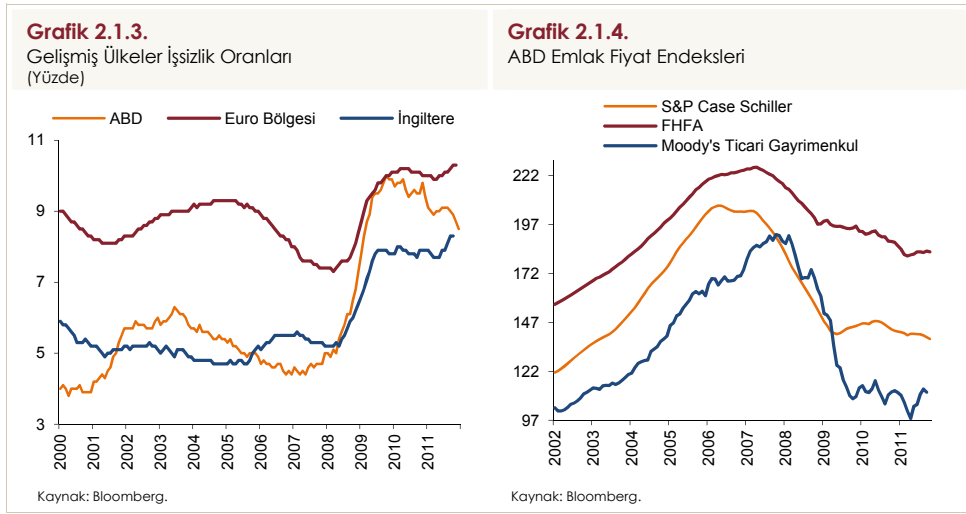
Emtia fiyatlarında gözlenen gerileme eğilimi kesintiye uğramış, son üç aylık dönemde sınırlı da olsa yükselişler gözlenmiştir. Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya paralel olarak talep beklentilerinin aşağı yönlü güncellenmesi önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışları sınırlayacak bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, arz yönlü sorunların devam etmesi özellikle petrol piyasasında fiyatlara dair yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

2.1. Küresel Büyüme

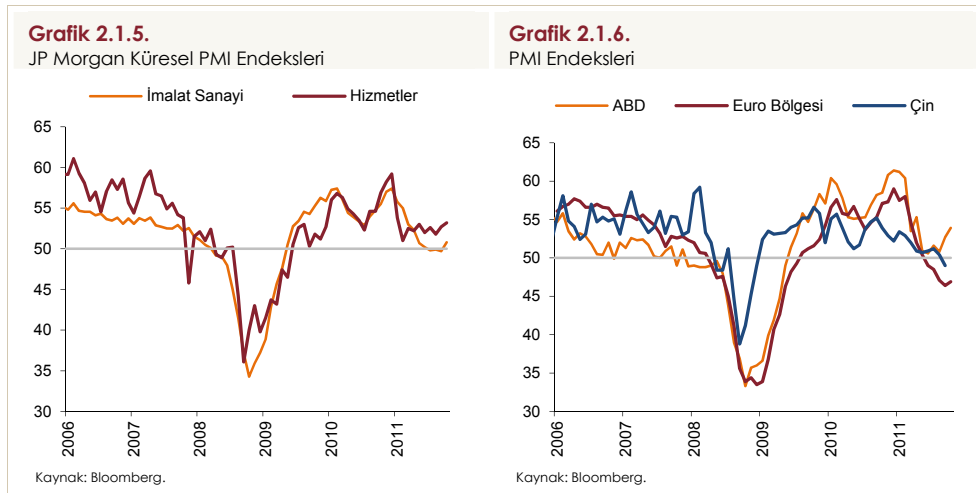
Yılın üçüncü çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin artış hızının, yıllık bazda ölçüldüğünde, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde bir önceki çeyrek seviyelerinde kaldığı gözlenmektedir (Grafik 2.1.1). GSYİH ağırlıklı küresel üretim endeksi 2012 yılı dış talep görünümünün Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı miktarda zayıfladığına işaret ederken, ihracat ağırlıklı endeks çok daha zayıf bir görünüme işaret etmektedir. Bu durum ihracat ağırlıklı endekste yüksek ağırlığa sahip Avrupa ülkelerinin büyüme beklentileri açısından diğer ülkelerden ve özellikle ABD'den olumsuz yönde ayrışmasından kaynaklanmaktadır (Grafik 2.1.2).



Euro Bölgesi ülkelerinin mevcut durumları ve yapısal farklılıkları nedeniyle işgücü piyasası dinamikleri ülkeden ülkeye farklılaşmakla birlikte, işsizlik oranları genel itibarıyla artmaya devam etmektedir. ABD işsizlik oranının ise yılın ikinci yarısında başlayan düşüş eğilimini sürdürmesine rağmen, kriz öncesi seviyesinin halen oldukça üzerinde olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.3). Diğer yandan, ABD emlak sektöründe, ticari gayrimenkul fiyatlarında sınırlı bir yükseliş gerçekleşse de, henüz belirgin bir toparlanma gözlenmemektedir (Grafik 2.1.4).



JP Morgan Küresel PMI endekslerinde gözlenen düşüş eğilimi dördüncü çeyrekte önemli ölçüde yavaşlamıştır. Ancak endeksler küresel büyüme açısından zayıf bir görünüm sergilemeye devam etmektedir (Grafik 2.1.5). 2011 yılının son çeyreğinde Euro Bölgesi ve Çin PMI endeksleri nötr seviyenin altında kalırken, ABD PMI endeksi belirgin biçimde yükselmiştir (Grafik 2.1.6).



Ocak ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2012 yılına ilişkin tahminlerin ABD için yükseltildiği, Euro Bölgesi için ise önemli miktarda aşağı çekildiği gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).

Bu gelişmeler ışığında, Türkiye ihracatında yüksek paya sahip Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin büyüme beklentilerinin Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla düşürülmesi nedeniyle, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir.

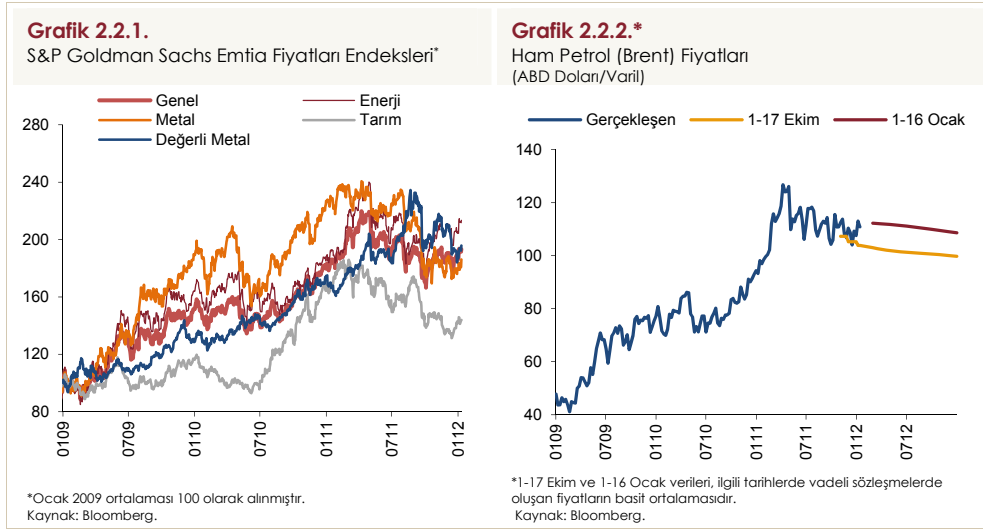
Tablo 2.1.1.
2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının dördüncü çeyreğinde, genel emtia fiyat endeksinde temelde enerji fiyatları kaynaklı sınırlı bir yükseliş gerçekleşmiştir. Endüstriyel metal fiyatları, gerek Euro Bölgesi kaynaklı sorunların gerekse Çin ekonomisinde yavaşlamaya işaret eden verilerin etkisiyle yatay bir seyir izlemektedir. Üçüncü çeyrek içerisinde Euro Bölgesi borç krizi ve ABD'ye ilişkin not indirimi neticesinde tarihi zirve değerlerine ulaşan değerli metal fiyatları, son çeyrekte dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2). Finansal ve jeopolitik risklere rağmen değerli metal fiyatlarında artış gözlenmemesi, artan finansal riskler sebebiyle yatırımcıların varlıklarını daha likit alanlara plase etme eğiliminin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

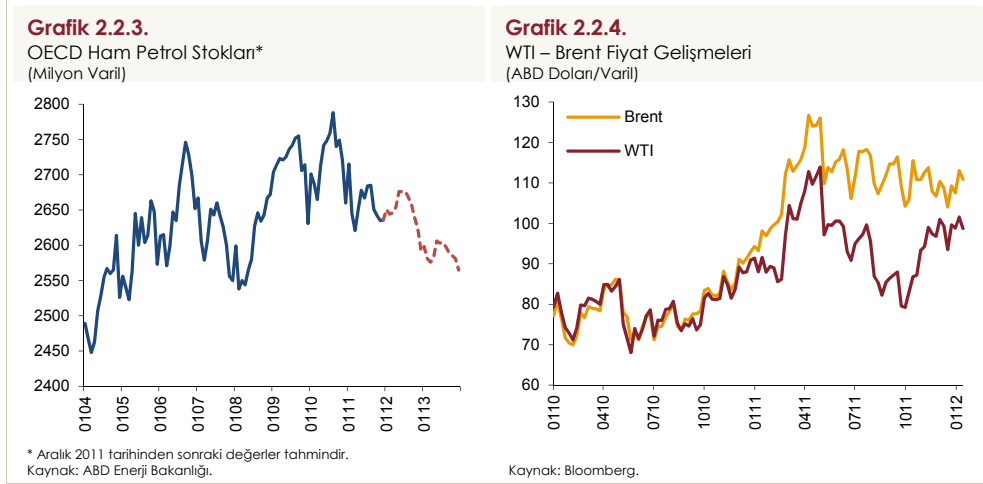


Küresel büyümeye ilişkin tahminlerin düşürülmesi ve ABD'de kış ayları nispeten yumuşak geçmesine rağmen arz gelişmeleri petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmektedir. Avrupa tarafından uygulanması düşünülen ekonomik yaptırımlar karşısında, İran'ın Hürmüz Boğazı'nı petrol ticaretine kapatmakla tehdit etmesi petrol fiyatlarını yukarı çekmektedir. Zira, Hürmüz Boğazı, günlük onyedimilyon varillik petrol geçiş kapasitesi ile deniz yoluyla yapılan dünya ham petrol ticaretinin yaklaşık yüzde 35'ini sağlarken özellikle Asya ülkelerinin petrol ihtiyacının karşılanmasında büyük öneme sahiptir. Söz konusu tehdidin gerçekleşmesi, gerek bölgedeki politik riskleri artırması gerekse petrol ticareti için daha maliyetli alternatif güzergahların kullanılmasını gündeme getirmesi bakımından büyük riskler doğurabilecektir. Petrol ticareti güvenliği sağlansa dahi İran üretiminin piyasadan kısmen çekilmesi, diğer üretici ülkelerde kapasite imkanlarının önemli ölçüde daralmasına neden olabilecek ve sektörü daha kırılgan hale getirecektir.

İran kaynaklı sorunların yanı sıra OPEC ülkelerinin üretim seviyesini artırmadaki isteksizlikleri petrol fiyatlarında düşüşü engelleyen bir diğer etkidir (Kutu 2.2). Nitekim, Aralık ayında gerçekleşen olağan OPEC toplantısında alınan kota artırım kararı sadece kota miktarı ile üretim miktarı arasındaki uyumsuzluğu gidermiş, herhangi bir üretim artışına sebep olmamıştır.

Son dönemde enerji endekslerindeki yükselişte, WTI tipi ham petrol fiyatının artması belirleyici olmuştur. Son çeyrekte WTI tipi ham petrol fiyatında meydana gelen artış yüzde 24,7 iken, Brent tipi ham petroldeki artış yüzde 3,1 ile sınırlı kalmıştır. ABD'de stok düşüşleri WTI fiyatlarını yükseltirken, Libya üretiminde

başlayan yükseliş Brent ham petroldeki artışları sınırlamış ve iki referans ürün arasındaki fiyat farkının daralmasına neden olmuştur (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Tarım fiyatları dördüncü çeyrekte dalgalı bir seyir izlemiş, yıl sonu itibarıyla bir önceki çeyrek seviyelerine yaklaşmıştır. Ekim alanları ve üretimin artmasına bağlı olarak tarım ürünleri stoklarının artması bu dönem öne çıkan arz yönlü gelişmeler olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde tarım ürünleri fiyat tahminleri 2012 yılı için aşağı yönlü güncellense de, başta Arjantin olmak üzere Latin Amerika ülkelerinde gözlenen kuru ve sıcak hava şartları tarım ürünleri fiyatları için önemli bir belirsizlik unsuru olarak görülmektedir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1.

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

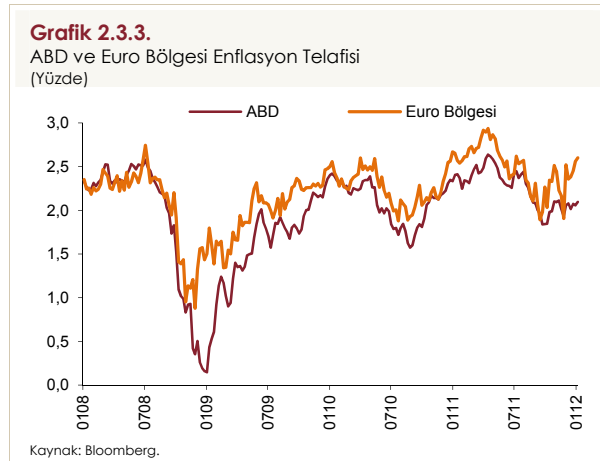
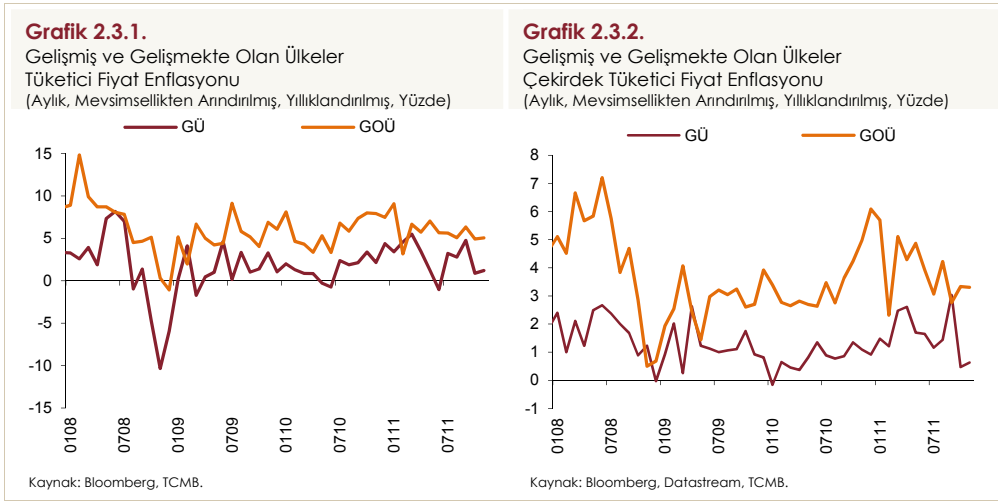
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	167,0	202,1	200,0
Üretim	685,4	651,7	691,5
Tüketim	650,3	653,9	681,4
Dönem Sonu Stoku	202,1	200,0	210,0
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,3	144,1	128,1
Üretim	819,2	827,4	868,1
Tüketim	822,5	843,4	868,0
Dönem Sonu Stoku	144,1	128,1	128,1
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	61,7	44,4	45,4
Üretim	101,7	115,3	122,9
Tüketim	119,0	114,3	110,0
Dönem Sonu Stoku	44,4	45,4	58,4

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

Sonuç olarak, arz yönlü belirsizlikler devam etse de küresel ekonomideki yavaşlamaya bağlı olarak 2012 yılında emtia fiyatlarının bir önceki yıla kıyasla daha ılımlı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

2011 yılının dördüncü çeyreğinde enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelerde yatay bir seyir izlerken, gelişmiş ülkelerde gerilemiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Gelişmekte olan ülkelerde son dönemde döviz kurlarındaki artışın ve emtia fiyatlarındaki sınırlı yükselişin enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskılar, iç talepte gözlenen yavaşlama ile telafi edilmiş, bunun sonucunda mevsimsellikten arındırılmış tüketici ve çekirdek enflasyon oranları bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki seviyelerini korumuştur. Öte yandan, başta Euro Bölgesi ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerde süregelen sorunlar nedeniyle iktisadi faaliyetin önemli oranda yavaşlaması, enflasyon oranlarının belirgin biçimde düşüş kaydetmesine neden olmuştur. ABD'de enflasyon telafisi 2011 yılının son çeyreğinde yatay seyrederek Fed'in ekonomideki toparlanmayı destekleyici politikalarını sürdürmesine olanak tanırken, Euro Bölgesi'nde enflasyon telafisinin sınırlı da olsa yükseldiği gözlenmiştir. (Grafik 2.3.3).



2012 yılına ilişkin küresel enflasyon tahminleri geçen Rapor dönemine kıyasla sınırlı oranda gerilemiştir (Tablo 2.3.1). Gelişmiş ekonomilere ilişkin enflasyon beklentileri ABD için aşağı yönlü, Euro Bölgesi için ise yukarı yönlü güncellenmiştir. Asya ve Latin Amerika bölgelerindeki gelişmekte olan ülkelere yönelik enflasyon tahminlerinde ise aynı dönemde gerileme görülmüştür. Özellikle Çin ve Brezilya gibi yükselen ekonomilerde talebin zayıflayacağına yönelik beklentiler enflasyon oranlarının 2012 yılında gerileyeceğine ilişkin algıları güçlendirmektedir. Öte yandan, Türkiye, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti'ne ilişkin enflasyon beklentilerindeki artış Doğu Avrupa bölgesi enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinde etkili olmuştur.

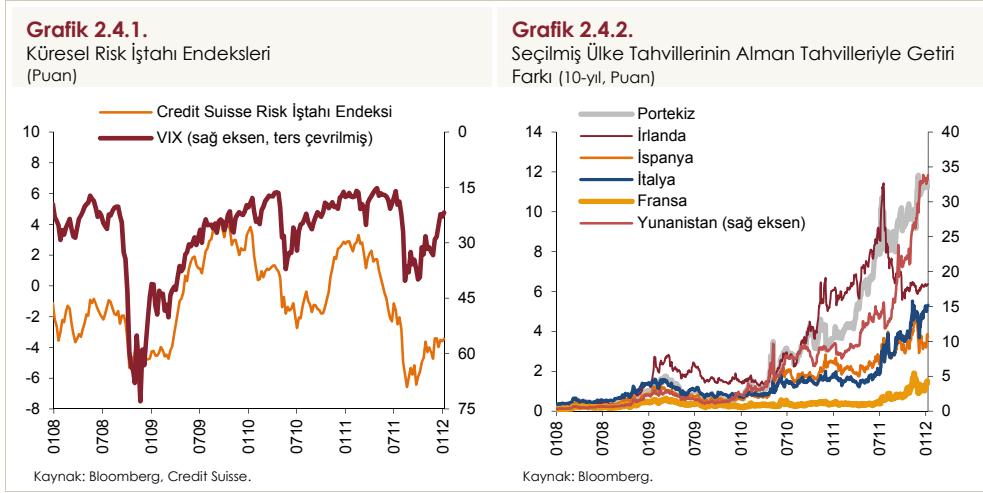
Tablo 2.3.1.
2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

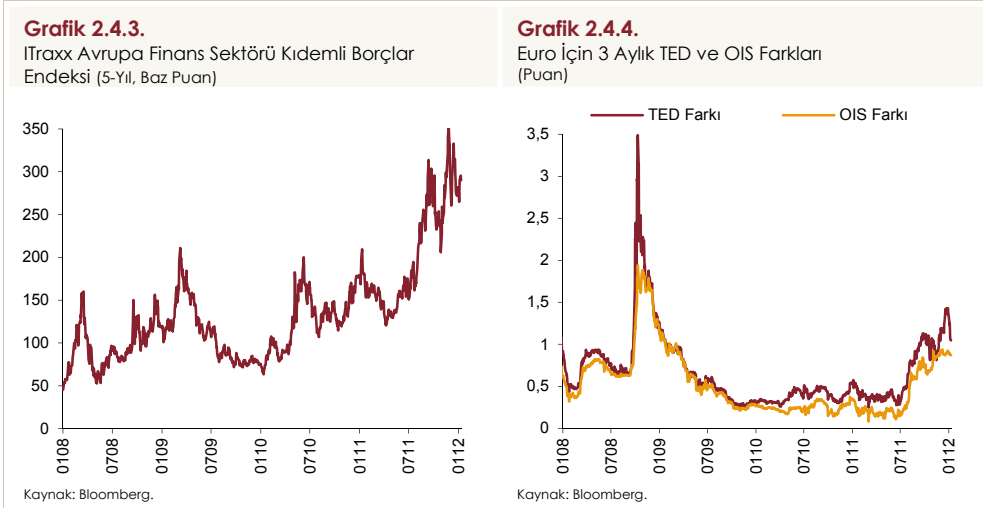
* Aralık ayı tahminidir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Yılın son çeyreğinde Euro Bölgesi borç krizi ağırlaşmış ve finansal piyasalardaki seyrin başlıca belirleyicisi olmaya devam etmiştir. 9 Aralık tarihinde açıklanan tedbir paketi ve ardından Avrupa Merkez Bankası'nın (European Central Bank-ECB) artan müdahaleleri piyasaları rahatlatmış, risk iştahındaki bozulmanın kesintiye uğramasını sağlamıştır (Grafik 2.4.1). Ancak, 9 Aralık kararlarının uygulanmasına ilişkin hukuki belirsizlikler ile alınan tedbirlerin kalıcı bir çözüm getirip getirmeyeceğine ilişkin endişeler, artan ekonomik daralma kaygılarıyla birleşerek borç sorunu yaşayan ülke tahvil getirilerinde belirgin bir iyileşme olmasını engellemiştir (Grafik 2.4.2). Ocak ayı ortalarında bir derecelendirme kuruluşunun, Fransa dahil olmak üzere, birçok Euro Bölgesi ülkesinin kredi notunu düşürmesi beklentiler dahilinde olduğundan, finansal piyasalar üzerinde belirgin bir etki yapmamıştır.

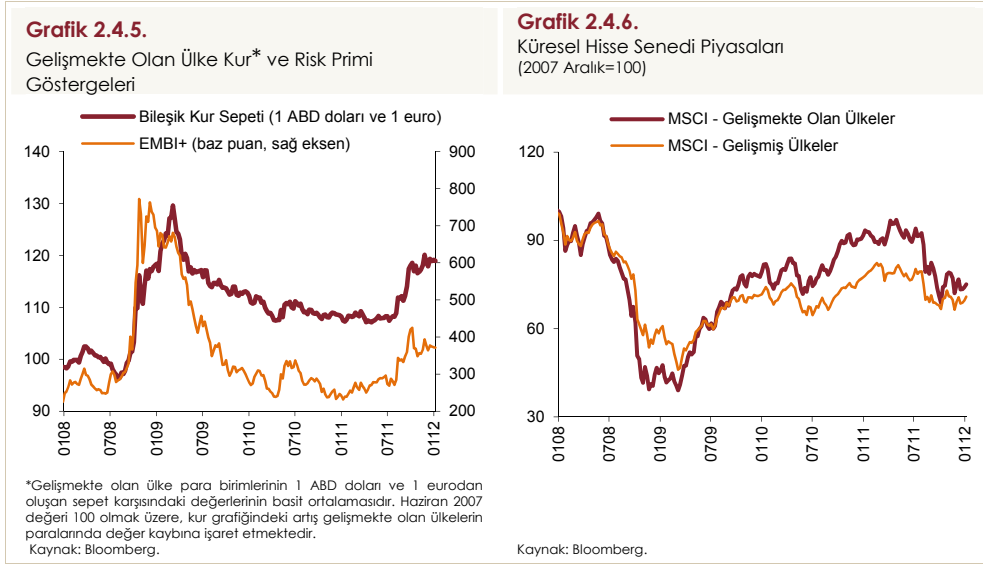


Borç sorununun Avrupa bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkileri son üç aylık dönemde de devam etmiştir (Grafik 2.4.3). Bu gelişmeye bağlı olarak bankacılık sektörü karşı taraf riskini gösteren TED ve OIS farkları da yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.4). ECB tarafından gerçekleştirilen, üç yıl vadeli likidite operasyonuna gösterilen yoğun talebe rağmen bankacılık sektörü göstergelerinin belirgin bir toparlanma sergilememesi, sektörün karşı karşıya olduğu tablonun ağırlığına işaret etmektedir. Avrupa'da bankacılık sektörünün sermaye artırımına ilişkin düzenlemelerin ve uygulama tarihinin kesinleşmemiş olması ise sektör için bir başka belirsizlik kaynağı olmaktadır.

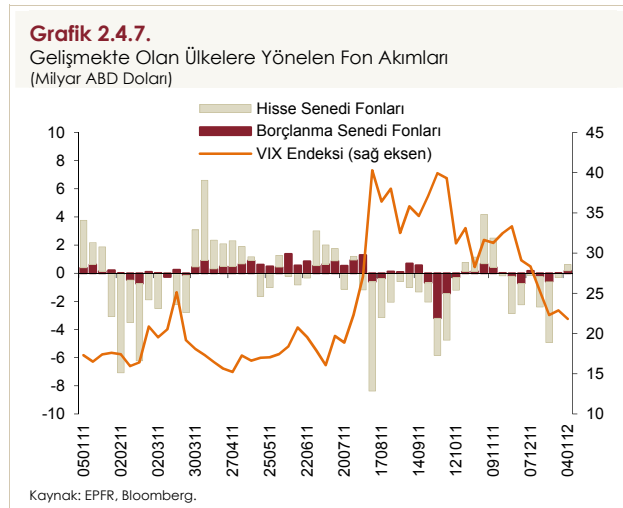


Risk iştahının, gözlenen kısmi toparlanmaya rağmen, düşük seviyelerde seyretmesi, gelişmekte olan ülkeleri olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğine kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte, son üç aylık dönemde de gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının yaşanması, bu

ülkelere ait kur ve varlık fiyatlarını olumsuz yönde baskılamaya devam etmiştir (Grafik 2.4.5 ve Grafik 2.4.6).



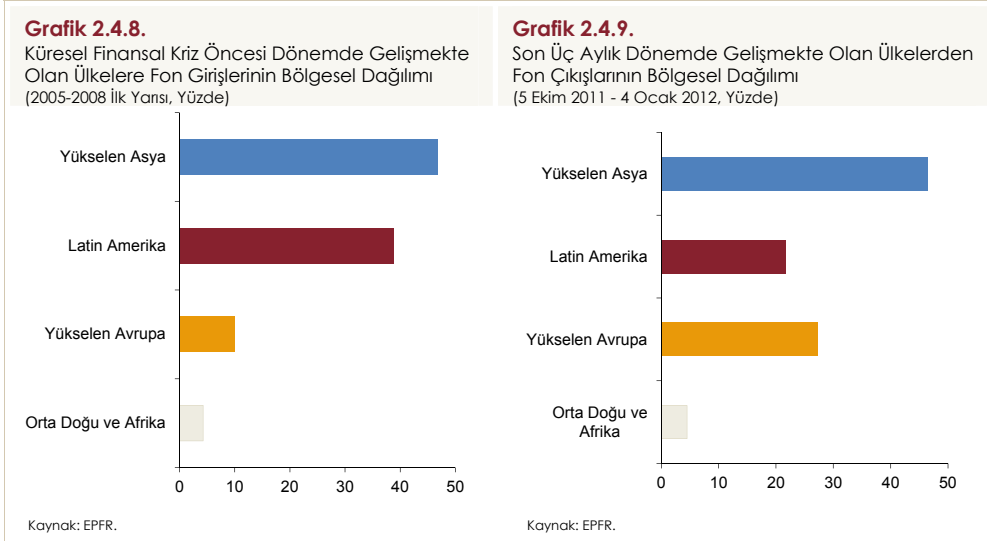
2011 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülke sermaye hareketleri daha detaylı incelendiğinde, çıkışların ağırlıklı bir şekilde hisse senedi fonlarından gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.7).



Gelişmekte olan ülkelerde son üç ayda gerçekleşen fon çıkışları 2005-2008 dönemindeki fon girişleri ile karşılaştırıldığında, bölgesel dağılımda önemli farklılaşmalar göze çarpmaktadır (Grafik 2.4.8 ve Grafik 2.4.9)¹. Portföy akımlarında en yüksek pay sahibi Asya ülkelerinden son dönemde yaşanan fon

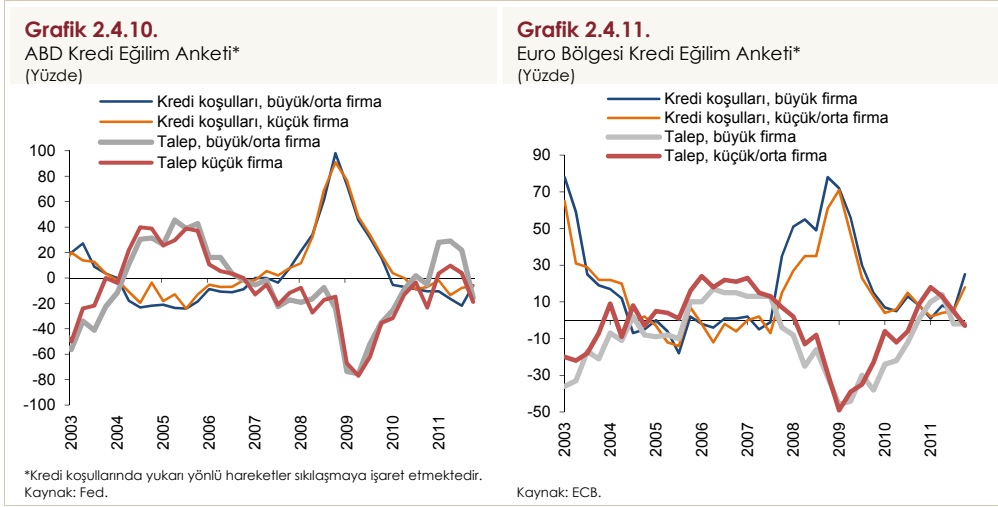
¹ 2005-2008 ortası döneminde toplam girişler 79,3 milyar ABD doları seviyesinde olup, çeyreklik ortalaması 4,4 milyar ABD dolarıdır. 2001 yılı son çeyreğinde ise 10,8 milyar ABD doları çıkış gerçekleşmiştir.

çıkışlarının kriz öncesi dönemdeki fon girişleri ile aynı oranda olduğu gözlenirken, Latin Amerika ülkelerinden çıkışların görece olarak daha az olduğu izlenmektedir. Bu gözlem, yatırımcıların özellikle borç sorunlarının derinleştiği Euro Bölgesi'yle güçlü ticari ve finansal bağlantılara sahip gelişmekte olan ülkelere daha ağırlıklı olarak yatırımlarını çektiklerine işaret etmektedir.



Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerde büyümeyi destekleyici politikaların sürdürülecek olmasının yanı sıra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arası büyüme ve faiz farklarının gelişmekte olan ülkelere lehine devam etmesinin portföy akımlarını desteklemesi beklenmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerdeki sorunların çözüm sürecinin uzayacağına yönelik endişelerin önümüzdeki dönemde sermaye akımlarını sınırlayıcı en önemli unsur olmaya devam edeceği düşünülmektedir.

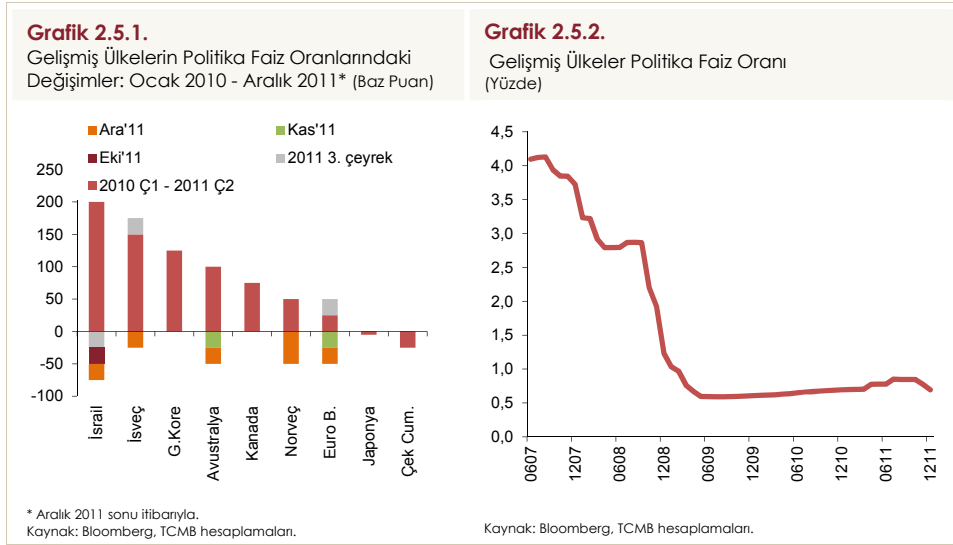
Kredi piyasalarındaki gelişmeler de finansal piyasalardaki olumsuz görünüme benzer bir seyir izlemektedir. Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre ABD'de kredi koşullarındaki gevşeme azalarak da olsa devam etmekte, kredi talebinde de yavaşlama olduğu görülmektedir (Grafik 2.4.10). Öte yandan, ECB Kredi Eğilim Anketi'ne göre Euro Bölgesi kredi koşullarındaki sıkılaşma artarken, kredi talebinde gerileme gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.11).



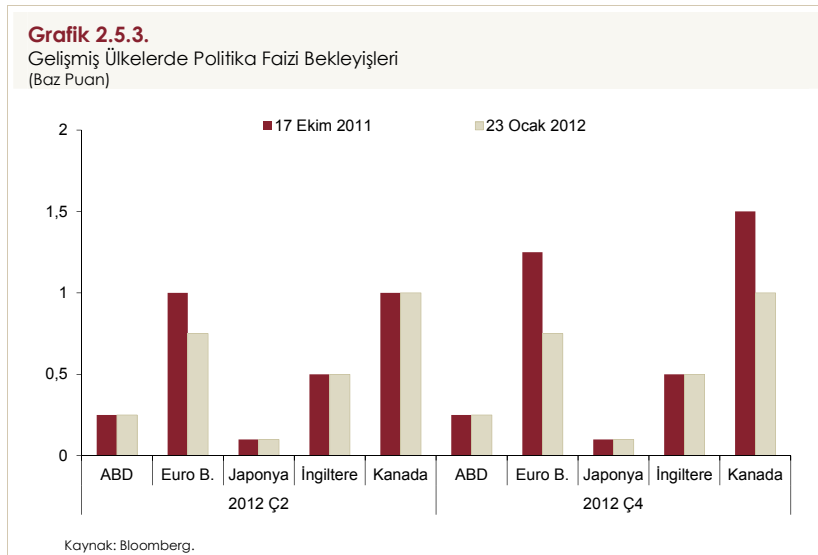
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Olumsuz seyreden küresel büyüme görünümüne bağlı olarak, geçtiğimiz çeyrekte küresel para politikasında gevşeme sürecine girilmiştir. Hâlihazırda dezenflasyon sürecinin hâkim olduğu gelişmiş ülkelerde gerek politika faizleri düşürülerek gerekse miktarsal genişleme paketleri uzatılarak genişletici para politikası uygulamalarına devam edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde de çoğunlukla politika faizlerinde indirimle gidilmiştir. Ancak, az sayıda gelişmekte olan ülke merkez bankasının, finansal riskleri dengelemek maksadıyla gerek makro ihtiyati tedbirleri kullanarak gerekse politika faizlerini artırarak sıkı para politikası uygulamaya devam ettiği görülmektedir.

2011 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde para politikasının bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde gevşetildiği gözlenmiştir. ECB başta olmak üzere, bazı gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faizlerini düşürdükleri görülmektedir (Grafik 2.5.1). Nitekim, toplulaştırılmış endekslere göre gelişmiş ülkeler politika faizi bir önceki çeyreğe göre 15 baz puanlık düşüş kaydederek yüzde 0,69 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.2).



Gelişmiş ülke politika faizlerinin uzunca bir süre daha düşük seyretmesi beklenmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile kıyaslandığında 2012 yıl sonuna ilişkin politika faizi beklentileri ABD, Japonya ve İngiltere için sabit kalırken, Euro Bölgesi ve Kanada için aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.5.3). Ayrıca, para politikası kurulu üyelerinin politika faiz tahminlerini düzenli bir şekilde yayımlama kararı alan Fed'in 25 Ocak'ta açıklanan tahminlerine göre, politika faizlerinin en az 2014 yılı sonlarına kadar mevcut düşük seviyelerde tutulması beklenmektedir.

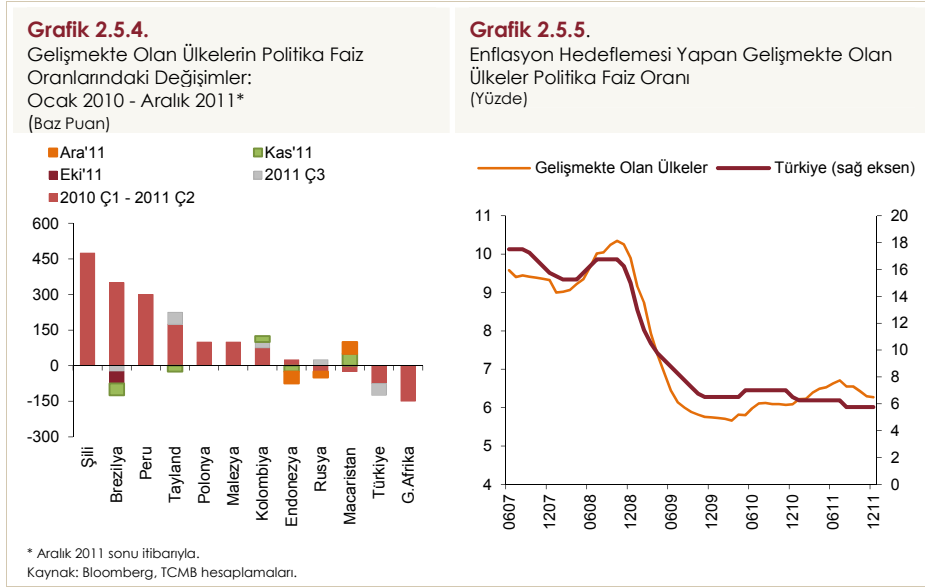


Gelişmiş ülkeler, yılın son çeyreğinde, düşük seyreden politika faizlerine ilaveten, yeni genişleme paketleri açıklamak suretiyle de para politikalarını gevşetmiştir. Sözelimi, Fed ekonomi genelinde borçlanma maliyetlerini

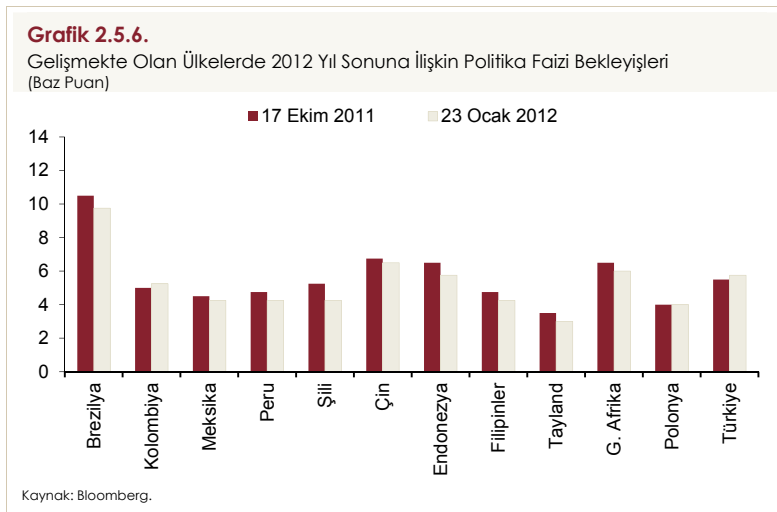
düşürmek için bilanço büyüklüğünü etkilemeyecek şekilde, kısa vadeli tahvillerin satımı ve uzun vadeli tahvil alımını içeren 400 milyar ABD doları tutarında yeni bir paket açıklamıştır. Buna ek olarak, yeni ipoteğe dayalı menkul kıymet alımlarının yapılabileceğine dair sinyaller de verilmektedir. İngiltere Merkez Bankası ise, 6 Ekim tarihli Para Politikası Kurulu toplantısı sonrasında, bankacılık sektörü finansmanındaki sıkıntıların giderilmesine yönelik olarak varlık alım programı miktarının artırıldığını duyurmuştur. Japonya Merkez Bankası'nın varlık alımları ise Ekim ayında açıkladığı program ile uyumlu olarak hız kazanmıştır. ECB, yılın son çeyreğinde gerek geleneksel gerekse geleneksel olmayan politika araçlarını en çok kullanan gelişmiş ülke merkez bankası olarak ön plana çıkmıştır. Öncelikle, Ekim ayı toplantısının ardından, Kasım 2011'de başlayıp Ekim 2012'ye kadar devam edecek olan ve birincil ve ikincil piyasalarda 40 milyar Euro tutarında yeni bir tahvil alım programı açıklamış, 3 aylık ve 1 yıllık likidite sağlama operasyonlarına devam kararı almıştır. Kasım ayında yaptığı 25 baz puanlık faiz indiriminin ardından, Aralık ayında yaptığı toplantıda tekrar 25 baz puanlık bir indirmeye gitmiş, zorunlu karşılık oranlarını yüzde 2'den yüzde 1'e çekmiştir. Yine Aralık ayında, uzun vadeli yeniden finansman imkânları (Long Term Refinancing Operations) kapsamında likidite sıkışıklığını gidermeye yönelik olarak bankacılık sektörüne 3 yıl vadeli 489 milyar euro likidite sağlamıştır. Özetle, geçtiğimiz çeyreğin sonu itibarıyla bakıldığında, gelişmiş ülkeler para politikasının, gerek düşük faiz gerekse uzatılmış genişleme paketleri vasıtasıyla daha da gevşetildiği gözlenmektedir.

Geçtiğimiz çeyrek, gelişmekte olan ekonomilerde de para politikasının genel olarak gevşek seyrettiği bir dönem olmuştur. Birçok ülke merkez bankası, canlı seyreden yurt içi talebe karşın, küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü riskleri ve buna bağlı olarak zayıf seyreden yurt dışı talebi göz önünde bulundurarak politika faizinde indirmeye gitmiştir (Grafik 2.5.4). Nitekim, toplulaştırılmış endekslere göre söz konusu ülke grubu politika faiz oranı yıl sonu itibarıyla bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 30 baz puan düşüş kaydetmiş ve yüzde 6,27 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.5). Çin Merkez Bankası ise politika faizinde değişikliğe gitmemiş, ancak 2010 yılı başından 2011 yılı ortasına kadar toplam 650 baz puan artırdığı zorunlu karşılık oranlarını Aralık ayında 50 baz puan düşürerek para politikasında gevşeme sürecine girmiştir. Öte yandan, sınırlı sayıda merkez bankasının, çoğunlukla finansal istikrarı korumaya yönelik kaygılar ile sıkı para politikası uygulamaya devam ettiği görülmektedir. Sözgelimi, Macaristan Merkez Bankası, finansman risklerini azaltmak ve yerli para üzerindeki aşağı yönlü baskıyı

hafifletmek amacıyla geçtiğimiz çeyrekte politika faizlerinde toplam 100 baz puanlık artış yapmış, küresel para politikasının oldukça gevşek seyrettiği bir dönemde en sıkı para politikası uygulayan merkez bankalarından birisi olmuştur. Benzer şekilde, Kolombiya da geçtiğimiz çeyrekte politika faizinin artırıldığı gelişmekte olan ülke ekonomilerinden olmuştur. Türkiye’de ise parasal sıkılaştırma faiz koridoru aracılığıyla gerçekleştirilmiştir (Grafik 5.1.7).



Küresel büyümenin yavaşlayacağı ve gelişmiş ülkelerde para politikasının önümüzdeki dönemde daha da gevşetileceği beklentilerine bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerde 2012 yıl sonu politika faizlerine dair beklentişlerin bir önceki Rapor dönemine göre çoğunlukla aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.5.6).



Kutu
2.1

9 Aralık Kararları ve Euro Bölgesi Borç Krizi

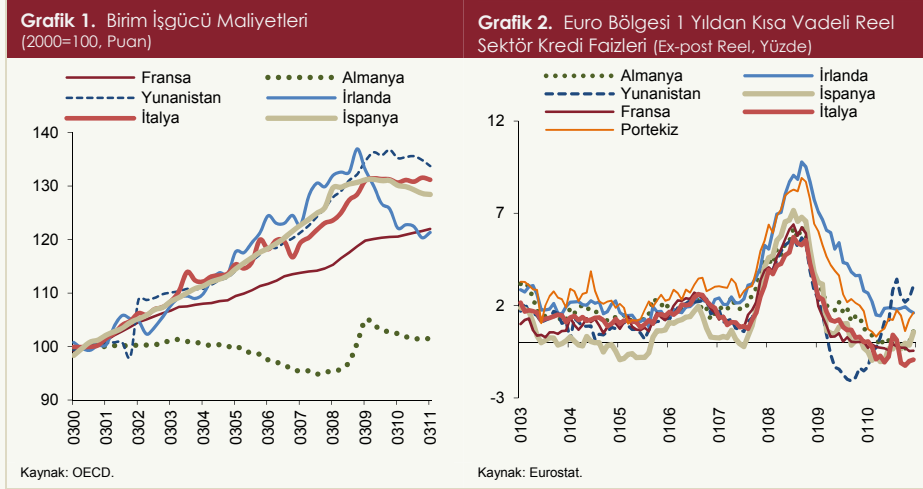
2011 yılı ikinci yarısında daha da ağırlaşan Euro Bölgesi borç krizi bölge siyasetçilerini yeni tedbirler almaya zorlamıştır. 9 Aralık tarihinde son halini alan yeni tedbir paketi öncesi, başta Almanya ve Fransa yöneticileri olmak üzere, bölge siyasetçileri yoğun çaba sarf etmiş ve büyük kararlılık sergilemiştir. Alınan tedbirlerin ana noktaları şu şekilde özetlenebilir:

- İş çevrimine göre düzeltilmiş bütçe açığının GSYİH'ya oranla yüzde 0,5'i aşmaması ve bu hususun anayasal düzenleme ile güvence altına alınması kararlaştırılmıştır. Açığın yüzde 3'ü aşması durumunda otomatik yaptırımlar uygulanacaktır.
- IMF'ye borç krizinde kullanabilmesi için 200 milyar euro tutarında fon sağlanması üzerinde uzlaşmıştır. AB üyesi olmayan ülkelerin katılımıyla miktarın artırılması hedeflenmektedir.
- Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (ESM) kuruluşu bir yıl öne çekilmiştir. Sermaye aktarımı geçici olarak kurulan Avrupa Finansal İstikrar Fonu'ndan (EFSF) farklı bir şekilde fiilen yapılacak olan ESM'nin kaynağı 500 milyar euro düzeyinde öngörülmüştür.
- ESM'nin devreye girmesiyle, olası bir borç yapılandırması durumunda özel sektör katılımını zorunlu kılan düzenlemeden vazgeçilmiştir.

Ne var ki, İngiltere ülkede finansal sektörün işleyiş ve denetimine ilişkin taleplerinin kabul edilmemesi nedeniyle üzerinde anlaşılan paketi veto etmiştir. Bu durumda 9 Aralık'ta alınan tedbirlerin Avrupa Birliği'nin (AB) kurumsal yapısı içerisinde uygulanabilirliği tartışılır hale gelmiştir. AB yetkilileri hukuki sorunlara çözüm ararken, Euro Bölgesi üyelerinden İrlanda'nın düzenlemeleri referanduma taşımak zorunda olduğu yorumları bir başka belirsizlik kaynağı olmuştur.

Açıklanan paket, kriz nedeniyle borçlanma maliyetlerinde artış yaşayan sorunlu ülkeler için yeni finansman imkanları sağladığı gibi, getirmek istediği mali disiplin sayesinde bugüne kadar temkinli davranan ECB'ye de daha fazla müdahale etme imkanı tanımaktadır. Kamu maliyesi tedbirleri ve artan finansman imkanları bakımından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilen paket, Euro Bölgesi'ndeki iç dengesizlikleri giderecek ve sorunlu ülkelerin yeniden büyüme patikasına dönmesini sağlayacak yapısal önlemlere ilişkin somut bir adım içermemesi ve sorunların sadece kamu maliyesine ilişkin kısmına yoğunlaşması nedeniyle de eleştirilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, küresel kriz öncesi gelişmelerin mercek altına alınarak bölge ülkelerinin hangi dinamikler sonucu baskı altında kaldığının tartışılması, açıklanan paketin kabul edilmesi halinde ne ölçüde faydalı olabileceğinin değerlendirilmesi bakımından yararlı olacaktır.

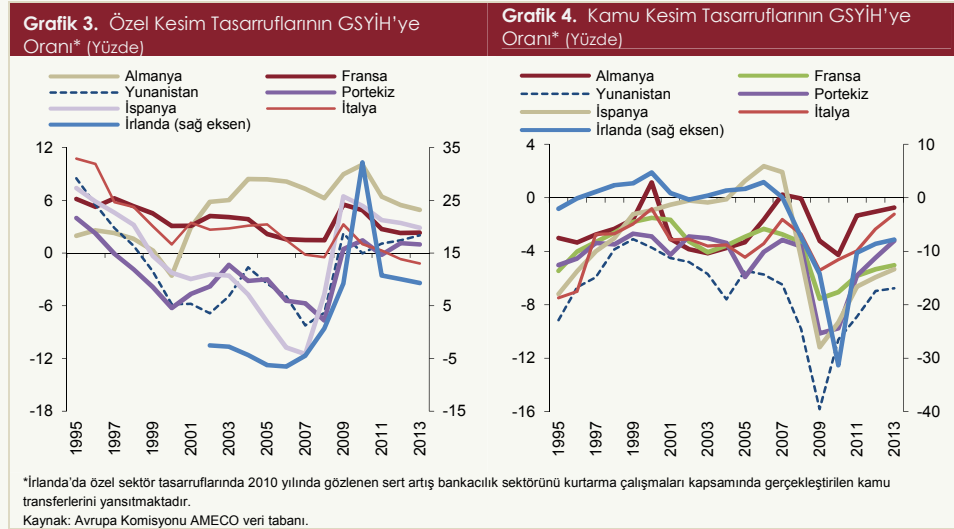
Euro Bölgesi ülkeleri arasında öne çıkan ilk yapısal sorun birbirinden ayrılan enflasyon eğilimleri sonucu nominal ücretlerin hızla uyarlanmasıyla üye ülkeler arasında rekabet gücünün farklılaşmasıdır. İrlanda ve Yunanistan gibi ülkelerde gözlenen reel ücret artışları ise görünümü daha da olumsuzlaştırmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin ardından sadece İrlanda'da rekabet gücü kazanımı gerçekleşirken, diğer ülkelerin Almanya ile arasındaki ayrışma devam etmektedir (Grafik 1).



Rekabet gücü sorunlarının yanı sıra parasal birliğe geçilmesiyle kur riskinin ortadan kalkması ve artan sermaye hareketleri sonucu nominal faizler birbirine önemli ölçüde yakınsamıştır. Bunun sonucunda, Yunanistan başta olmak üzere, mevcut durumda sorunlu ülkelerdeki ekonomik birimlerin dönem dönem Almanyadakilerden daha düşük maliyetle borçlanabildikleri gözlenmiştir. Hatta bu ülkelerde görülen reel faizlerin ülkeler arası enflasyon farklılaşması sonucu ekonominin canlı olduğu dönemlerde sıfırın altına dahi gerilemiş olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2).

Kriz öncesi dönem incelendiğinde artan likidite imkanları, düşük faizler ve rezerv niteliği taşıyan bir paraya sahip olmanın getirdiği avantajlar sonucu harcama disiplininin önemli ölçüde bozulduğu ve bu bozulmanın özel sektörde daha belirgin olduğu dikkat çekmektedir. Borç krizinden en ağır şekilde etkilenen dört çevre ülkesinde (Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İspanya) özel sektör tasarruf açığının diğer ülkelerden önemli ölçüde farklılaşmış olduğu da göze çarpmaktadır. Bunun yanı sıra, Euro Bölgesi'nin merkez ülkeleri arasında yer alan İtalya ve Fransa'da da özel sektör tasarruflarının önemli ölçüde gerilediği, İtalya'da küresel krizin hemen öncesinde negatif bölgeye geçmiş olduğu görülmektedir. Almanya'da ise yine

tam ters bir eğilim gözlenmiş, özel sektör tasarrufları euroya geçiş ile birlikte yükselmiştir (Grafik 3). Kamu kesimi tasarrufları incelendiğinde ise çevre ülkeler kategorisinde yer alan İrlanda ve İspanya'nın kriz öncesi dönemde sergiledikleri olumlu performans dikkat çekicidir. Almanya küresel kriz patlak vermeden hemen önce kamu maliyesini dengeye getirmeyi başararak yine diğer ülkelerden ayrılmıştır. Diğer çevre ülkeler ve merkez ülkelerden İtalya ve Fransa ise dönem boyunca mali açık vermeye devam etmiştir (Grafik 4).



Özdeşlik gereği Grafik 3 ve 4'te yer alan sektörel davranışların toplamıyla ilgili ülkenin cari dengesine ulaşılmaktadır. Bu durumda sorun yaşayan ülkelerin kamu maliyelerindeki bozuk yapının giderilememesine ek olarak bozulan özel sektör bilançoları, kolay finansman ve yitirilen rekabet gücü ile birleşerek büyük cari açıkları beraberinde getirmiştir. Bu dönemde euronun ABD dolarına karşı değer kazanması, sorunlu ülkelerin sadece diğer Euro Bölgesi ülkeleri karşısında değil, küresel olarak da rekabet gücünü olumsuz etkilemiştir.

Bu ülkelerin kamu harcamaları daha detaylı incelendiğinde, katı olarak değerlendirilebilecek olan transfer harcamalarının önemli paya sahip olduğu dikkat çekmektedir. Ekim ayında IMF tarafından yayımlanan Küresel Mali Görünüm Raporu'nda yer alan veriler de önümüzdeki yıllarda demografik dönüşüm sonucu bu ülkelerin artan sağlık ve emeklilik sistemi ödemeleri ile karşı karşıya kalacağını ortaya koymaktadır. Bu gelişmeler tedbirlerin hayata geçirilmesinde önemli sorunlarla karşılaşılacağına işaret etmektedir. Özel sektörün harcamalarını kısımaya başladığı bir ortamda mali konsolidasyona başvurulması ise resesyon kaygılarını daha da artırmaktadır.

Tüm bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu krizi sadece kamu maliyesi sorunlarıyla ilişkilendirmek yerinde görülmemektedir. Borç krizi içindeki ülkelerin karşı karşıya oldukları yapısal sorunlar yeniden büyüme eğilimine dönmelerini güçleştirmekte ve güven bunalımının devamına sebep olmaktadır. Büyümenin ve güven ortamının geri gelmemesi ise yatırımcıların finansman sağlama iştahını azaltarak borç dinamiklerini daha da olumsuzlaştırmaktadır. 9 Aralık kararları, bu bağlamda akut hale gelmiş kamu borçlanma sorununu hafifleterek sorun yaşayan ülkelere yapısal sorunlarını çözme konusunda zaman kazandırsa da sorunları kalıcı olarak giderecek yeterlilikte görünmemektedir. Sonuç olarak, bütün bu değerlendirmeler Euro Bölgesi sorunlarının uzun bir süre daha gündemde kalacağına işaret etmektedir.

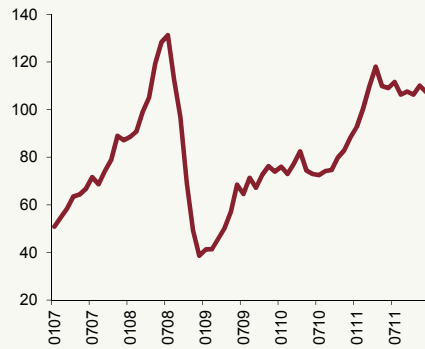
Kutu
2.2

Orta Doğu Ülkelerinde Artan Kamu Harcamalarının Ham Petrol Fiyatlarına Olası Etkileri

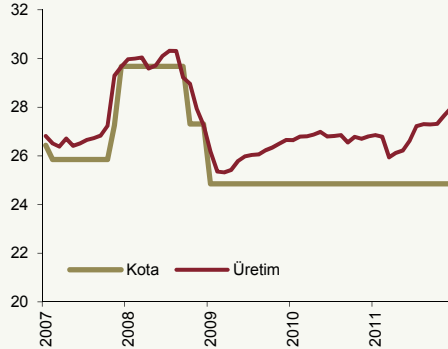
Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizi ve henüz bu sorunun çözümüne ilişkin yol haritası üzerinde bölge ülkeleri arasında tam olarak bir anlaşmaya varılamaması, küresel ekonomik büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesine neden olan en önemli unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durumun bir sonucu da emtia fiyatlarının 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren düşüş eğilimi sergilemesi olmuştur. Ancak emtia endekslerinin en önemli alt kalemi olan enerji alt endeksinde farklı eğilimler gözlenmektedir. Bu kutu, enerji fiyatlarında son dönemde gözlenen dinamiklerin daha iyi anlaşılabilmesine katkıda bulunmak amacıyla, OPEC ülkelerinin arz ve fiyatlama davranışlarına dair bazı hususları incelemektedir.

Küresel Kriz ve Petrol Fiyatları

Küresel finansal krizin giderek yayılması ve derinlik kazanmasıyla birlikte oluşan küresel resesyon beklentileri, 2008 yılının ikinci yarısında ve özellikle son çeyreğinde, başta enerji fiyatları olmak üzere emtia fiyatlarında sert bir düşüşü beraberinde getirmiştir. Bu dönemde Brent tipi ham petrol fiyatı 34 ABD doları/varil seviyesine kadar gerileyerek, 2004 yılının Haziran ayından bu yana en düşük düzeye gelmiştir (Grafik 1). Bu gelişmeler sonucunda, OPEC üyesi ülkeler 2008 yılı Ekim ve Aralık aylarında düzenledikleri toplantılarda üretim kısıntısına gitme kararı almışlardır (Grafik 2). Bir başka deyişle, fiyatların belirli bir seviyenin altına düşmesiyle, OPEC üretim kesintisi stratejisi uygulayarak fiyatlarda gözlenebilecek aşağı yönlü hareketleri engellemeye çalışmıştır.

Grafik 1. Ham Petrol Fiyatı
(OPEC Sepeti, ABD Doları/Varil)

Kaynak: Bloomberg.

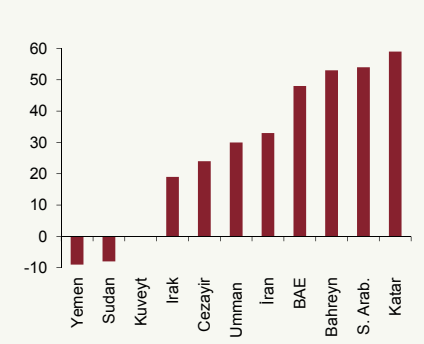
Grafik 2. OPEC Kota ve Üretim Gelişmeleri*
(Milyon Varil/Gün)*Son gözlem 2011 yılı Aralık ayına ait olduğundan, 14 Aralık 2011 tarihli OPEC toplantısında yapılan kota değişikliği grafiğe yansımamıştır.
Kaynak: Bloomberg.

2008 yılında ham petrol fiyatlarında gözlenen sert düşüşler karşısında OPEC'in uyguladığı politika dikkate alındığında, ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü hareketi sınırlayan bir direnç noktası olduğu dikkat çekmektedir. Söz konusu direnç noktası zaman zaman OPEC yetkililerinin 'makul' buldukları fiyat seviyesi açıklamaları ile gündeme taşınmaktadır.

Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki Gelişmeler ve Petrol Fiyatları

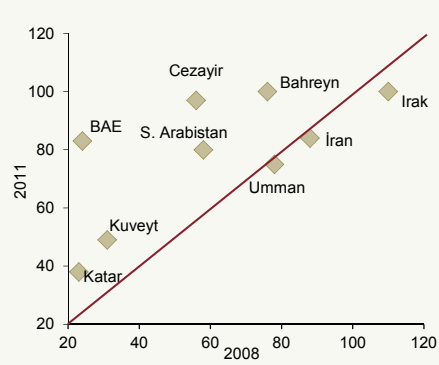
2010 yılının son günlerinde yaşanan sosyal ve siyasal hareketlerin Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerine hızlı bir biçimde yayıldığı gözlenmiştir. Söz konusu hareketler bazı ülkelerde geniş kapsamlı protestolarla sınırlı kalırken, birçok ülkede hükümet ve rejim değişikliklerini beraberinde getirmiştir. Rejim değişikliği yaşamayan bölge ülkeleri de kamu harcamalarını artırarak söz konusu hareketlerin önüne geçmeye çalışmışlardır.

Grafik 3. Kamu Harcamalarında Gerçekleşen Yüzde Artış (2008-2011)



Kaynak: 'Bölgesel Ekonomik Görünüm: Orta Doğu ve Orta Asya' Raporu, Ekim, 2011.

Grafik 4. Bölge Ülkeleri için Başabaş Ham Petrol Fiyatları (ABD Doları/Varil)



2011 yılı Ekim ayında IMF tarafından yayımlanan "Bölgesel Ekonomik Görünüm: Orta Doğu ve Orta Asya" raporu, bu ülkelerdeki kamu harcama artışları ve artan petrol fiyatlarının kamu harcamalarını artırmaya ne ölçüde imkan verdiği konusunda bir analiz sunmaktadır. Grafik 3'de 2008 yılından bu yana geçen üç yıllık süreçte gerçekleşen kamu harcama artışları sunulmaktadır. Buna göre, analize dahil edilen 11 ülkeden 8'inde kamu harcama artışı gerçekleşmiş², bu artışlar Birleşik Arap Emirliklerinde yüzde 48, Bahreyn'de yüzde 53, Suudi Arabistan'da yüzde 54, Katar'da ise yüzde 59 seviyelerine ulaşmıştır. Söz konusu rapora göre, Suudi Arabistan'da 2011 yılı Şubat ve Mart aylarında açıklanan yeni harcama paketlerinin büyüklüğü GSYİH'ya oranla yüzde 19 düzeyindedir. Aynı tarihlerde Irak, Kuveyt, Katar ve Cezayir GSYİH'ya oranla yüzde 3-4 aralığında ek harcama paketleri açıklamışlardır.

² Söz konusu ülkelerden Yemen, Sudan, Umman ve Bahreyn OPEC üyesi değildir.

Bu artışlar sonucunda söz konusu ülkelerde mali dengeyi sağlayan başabaş petrol fiyatları³ belirgin bir şekilde yükselmiş, analize dahil edilen dokuz ülkeden altısı 45 derecelik doğrunun önemli ölçüde üstünde yer almıştır (Grafik 4). Diğer bir deyişle, bu ülkelerde 2011 yılında mali dengenin sağlanması için gerekli olan ham petrol fiyatı, 2008 yılına kıyasla önemli ölçüde yükselmiştir. Söz konusu başabaş petrol fiyatlarının OPEC ülkeleri içinde en önemli üretici olan Suudi Arabistan'daki 20 ABD dolar/varil ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde gözlenen yaklaşık 60 ABD dolar/varil seviyesinde artması dikkat çekicidir. Grafik 4'te yer alan dokuz ülkenin kamu maliyesini dengeye getiren ortalama petrol fiyatı 2008 yılında 60,4 ABD dolar/varil seviyesindeyken, 2011 yılında 78,4 ABD dolar/varil seviyesine yükselmiştir.

Özetle, talep düşüşü veya arz/talep dengesizliği gibi nedenlerle ham petrol fiyatları gerileme eğilimine girdiğinde, OPEC'in kota seviyesini düşürerek söz konusu fiyat hareketlerini engellemeye çalıştığı bilinmekte, 2008 yılı sonunda yaşanan gelişmelerin bu durumun önemli bir göstergesi olduğu düşünülmektedir. OPEC üretiminin yaklaşık yüzde 65'ini oluşturan beş ülkenin⁴ kamu harcamalarını yerine getirebilmek için ihtiyaç duyduğu başabaş ham petrol fiyatının 80 ABD dolar/varil seviyesinin üzerine yükselmesi, son dönemde küresel ekonomiye dair tahminlerin belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmesine rağmen neden enerji fiyatlarının yüksek seviyelerde kaldığına büyük ölçüde ışık tutmaktadır. Bu gözlem ayrıca önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi halinde dahi ham petrol fiyatları için pratik bir alt sınırın olduğuna işaret etmektedir.⁵

³ Harcamalar ve petrol dışı gelirler sabitken kamu dengesini sağlayan petrol fiyatı.

⁴ Suudi Arabistan, Irak, İran, BAE ve Cezayir.

⁵ Kamu harcamalarında büyük artış yaşayan OPEC üyesi ülkelerin üretimlerini kısarak, ham petrol fiyatlarına direnç kazandırabilmeleri, örtük olarak, aralarındaki işbirliğinin bozulmayacağı varsayımına dayanmaktadır. OPEC ülkelerinde atıl kapasitenin, başta Suudi Arabistan olmak üzere sınırlı sayıda ülkede yoğunlaşmış olması, bazı üye ülkelerin kota indirimi sonucu üretimlerini kısarken diğerlerinin azalan toplam üretimi kendi üretimleri ile telafi etme imkânını da zayıflatmaktadır. 2011 yılı Aralık ayı itibarıyla, OPEC atıl kapasitesinin yüzde 62'si Suudi Arabistan'a aitken (Libya'daki üretimin geri dönmesi halinde, geçici olarak bu ülkenin üretim kayıplarını telafi etmiş olan Suudi Arabistan'ın yüzde 62 olan payı yüzde 71'e yükselmektedir), diğer üye ülkeler yüzde 38'lik kısmı oluşturmaktadır. Bir başka deyişle, Suudi Arabistan dışındaki OPEC ülkelerinin üretimlerini artırma imkânı oldukça sınırlı görünmektedir. Diğer yandan, 2008 yılı sonundaki kota indiriminin üye ülkelerce uyumlu bir şekilde yerine getirilmiş olması, zaman zaman sorunlar yaşansa da, işbirliğinin güçlü olduğuna işaret etmektedir.