

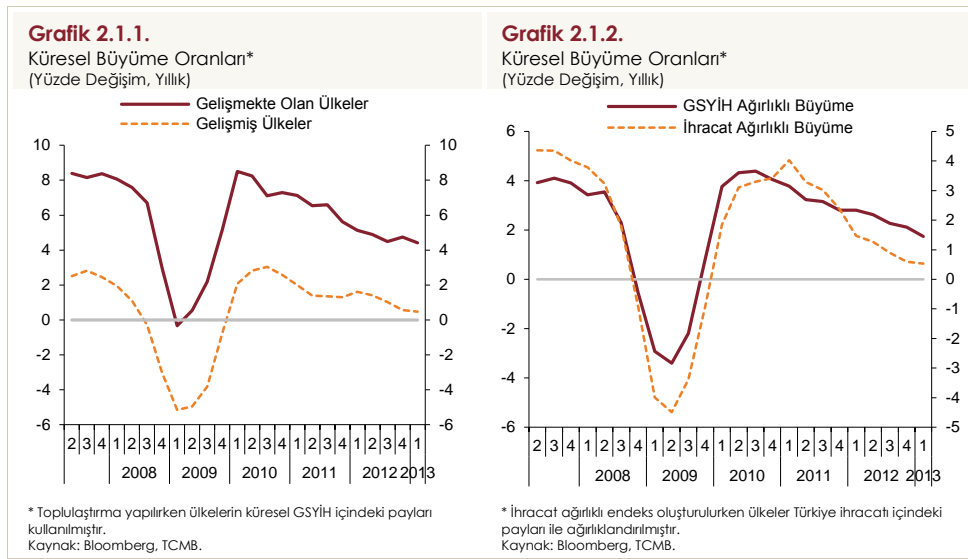
2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Geçtiğimiz üç aylık dönemde açıklanan veriler, küresel iktisadi faaliyetin yılın ilk çeyreğinde zayıf seyrettiğine ve bu seyrin yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Söz konusu zayıf seyrinde gelişmekte olan ülkelerin olumsuz büyüme performansı belirleyici olurken, Euro Bölgesi'nde devam etmekte olan durgunluk ve Çin ekonomisinde gözlenen yavaşlama küresel büyümeyi aşağı çeken başlıca unsurlar olmuştur. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerin zayıf büyüme performansına bağlı olarak yılın ilk çeyreğinde yavaşlama eğilimine girmiş olan gelişmekte olan ülke sermaye akımları, ikinci çeyrekte de belirgin bir biçimde gerilemiştir. Olumsuz seyreden küresel büyümeye bağlı olarak emtia fiyatları ise yılın ikinci çeyreğinde azalarak küresel enflasyon oranlarının düşük seyrine katkı sunmuştur. Ancak, sermaye çıkışları yaşayan gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kaybetmesine bağlı olarak enflasyon bekleyişlerinde gözlenebilecek olası bozulmaların enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir.

Zayıf seyreden küresel iktisadi faaliyete bağlı olarak küresel para politikası yılın ikinci çeyreğinde gevşek seyretelemeye devam etmiştir. Ne var ki, Mayıs ayı sonunda Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed), tahvil alımlarını yakın gelecekte sınırlandırma ve daha sonra da tamamen sonlandırma yönünde verdiği sinyaller, geçtiğimiz çeyrek para politikası gelişmelerinde belirleyici olmuştur. Fed Başkanı Bernanke'nin açıklamalarının akabinde, küresel risk iştahının düştüğü, gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında belirsizliğin ve sermaye akımlarının oynaklığının belirgin olarak arttığı gözlenmiştir. Söz konusu açıklamalara bağlı olarak, halihazırda gelişmekte olan ülkelerde görülen sermaye çıkışlarının önümüzdeki dönemde de devam etmesi durumunda, bu ülkelerin para politikalarında muhtemel sıkılaştırmalar gözlenebilecektir. Bu durumun, yavaşlama eğilimine girmiş bulunan gelişmekte olan ülkeler büyümesini daha da aşağı çekerek, önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümü üzerinde belirgin bir aşağı yönlü risk unsuru oluşturabileceği düşünülmektedir. Özetle, Fed'in önümüzdeki dönem tahvil alımlarına ilişkin duruşunun, küresel para politikasının önümüzdeki dönem seyri ve dolayısıyla küresel büyüme görünümü üzerinde büyük oranda belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

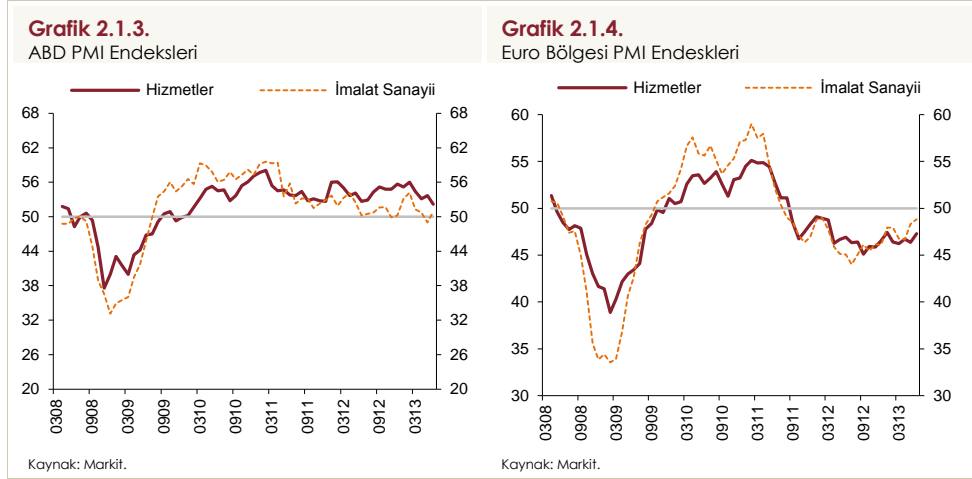
Küresel iktisadi faaliyet yılın ilk çeyreğinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde aşağı yönlü bir seyir izlemiştir. Özellikle Euro Bölgesi'nde süregelen resesyon ve Çin ekonomisinin büyüme hızındaki yavaşlama küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyrinde etkili olmuştur. Türkiye'nin ihracatı içinde önemli paya sahip ülkelerin büyüme oranları da söz konusu dönemde gerilemeye devam ederek zayıf görünümünü korumuştur (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).



Büyük ölçüde özel sektör tüketim harcamalarına bağlı olarak yılın ilk çeyreğinde yüzde 1,8 oranında (yıllıklandırılmış) büyüme kaydeden ABD ekonomisinin, yılın ikinci çeyreğinde de büyümeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Ancak, 2013 yılının başında uygulamaya konulan daraltıcı maliye politikası ile Fed'in üçüncü parasal genişleme paketi çerçevesinde uyguladığı tahvil alımları politikasını sonlandırabileceğine ilişkin açıklamaları neticesinde Mayıs ayında ortaya çıkan belirsizliğin, söz konusu dönemde iktisadi faaliyet üzerinde olumsuz bir etki oluşturabileceği ve dolayısıyla büyümenin ilk çeyreğin altında kalabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim, ABD ekonomisine ait PMI verileri yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe göre belirgin bir şekilde gerilemiştir (Grafik 2.1.3).

Euro Bölgesi'nde yaşanan iktisadi daralma süreci, yılın ilk üç aylık döneminde de devam etmiş ve bu dönemde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,1 oranında gerilemiştir. PMI endeksleri ekonomideki

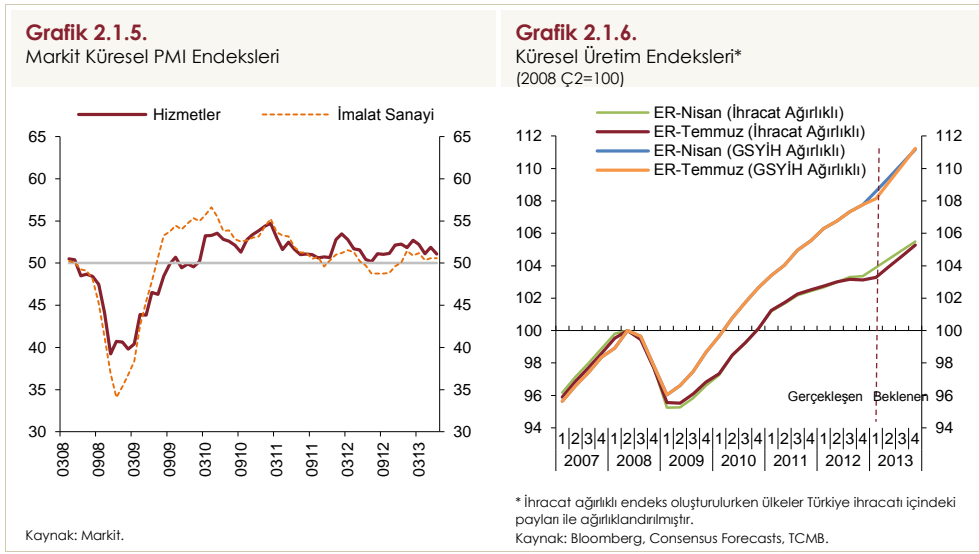
daralmanın yılın ikinci çeyreğinde de devam edeceğine işaret ederken, işsizlik oranındaki artışın Nisan ve Mayıs aylarında da devam etmiş olması, söz konusu yargıyı güçlendirmektedir (Grafik 2.1.4).



Gelişmekte olan ekonomiler içerisinde ise Çin, yılın ilk çeyreğinde kaydetmiş olduğu yüzde 7,7'lik büyümenin ardından yavaşlamaya devam etmiş ve ikinci çeyrekte yüzde 7,5 oranında büyümüştür. Yatırımlar, söz konusu büyümeye 5,9 puan ile en büyük katkıyı verirken, tüketimin katkısı sınırlı kalmaya devam etmiş, dış ticaret ise büyümeyi aşağı çekmiştir. Dolayısıyla, Çin ekonomisi ikinci çeyrekte de talep kaynaklı bir büyüme görünümünü sergilememiştir. Yavaşlamanın önümüzdeki dönemde de devam edeceğine dair algıların güçlü olmasına bağlı olarak, 2013 yıl sonu itibarıyla, Çin ekonomisinin, yüzde 7,5'lik büyüme hedefinin altında kalma olasılığının belirgin olarak artmış olduğu değerlendirilmektedir. Hedefin altında kalınması durumunda, Çin'in, 15 yıl önce yaşanmış olan Asya finansal krizinden bu yana ilk kez yıllık büyüme hedefinin altında kalacak olması dikkat çekicidir.

Yılın ilk üç aylık döneminde, gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde gözlenen yavaşlamanın, yılın ikinci çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Özellikle, Fed'in tahvil alımları şeklindeki genişletici para politikasına ilişkin Mayıs ayında ortaya çıkan belirsizliklere bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının önümüzdeki dönemde devam etmesi durumunda, söz konusu ülkelerin büyüme görünümünü yılın kalan döneminde daha olumsuz bir seyir sergileyebilecektir. Nitekim, yılın ikinci çeyreğine ait küresel PMI verileri, küresel iktisadi faaliyetin gerek imalat sanayiinde gerekse hizmetler sektöründe ilk çeyreğe kıyasla gerilediğine işaret

etmektedir (Grafik 2.1.5). Buna ilaveten, 2013 yılına ilişkin Consensus Forecasts büyüme tahminlerinin Temmuz ayında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir şekilde aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Buna bağlı olarak, Temmuz ayı büyüme tahminleriyle güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.1.6). Sonuç olarak, olumsuz seyreden küresel büyüme performansının önümüzdeki dönemde de sürerek Türkiye'nin dış talebini baskılamaya devam edeceği öngörülmektedir.

**Tablo 2.1.1.**

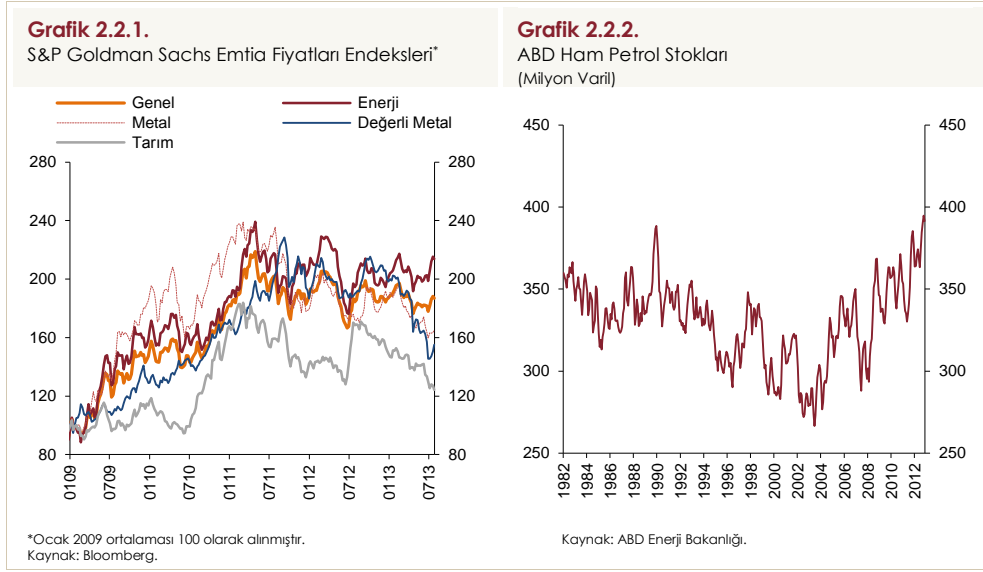
2013 ve 2014 Yıllarına İlişkin Büyüme Tahminleri

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

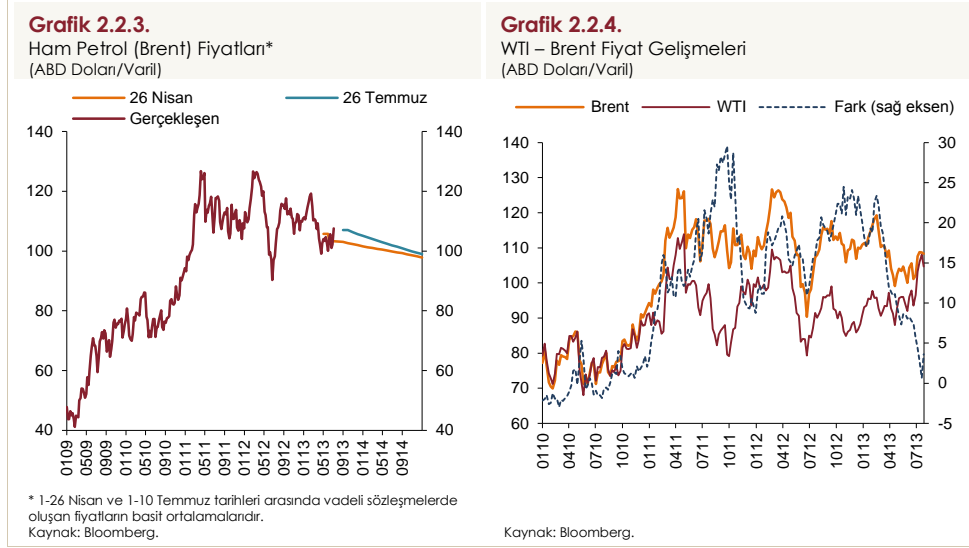
2.2. Emtia Fiyatları

2013 yılının ikinci çeyreğinde emtia genel endeksi, tüm alt kalemlerdeki düşüşe bağlı olarak, bir önceki çeyreğe göre yüzde 6,4 oranında gerilemiştir. Söz konusu dönemde enerji fiyatları yüzde 4,7, endüstriyel metal fiyatları yüzde 9,8, tarım fiyatları yüzde 12, değerli metal fiyatları ise yüzde 23,8 oranında düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Yılın ikinci çeyreğinde gerek arz gerekse talep yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. Talep açısından bakıldığında, söz konusu dönemde başta Çin ekonomisindeki yavaşlama olmak üzere küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyrine yönelik göstergeler ve Fed'in önümüzdeki dönem para politikası seyrine ilişkin yapmış olduğu açıklamalar, petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaktadır. ABD ham petrol üretimindeki artışa bağlı olarak stoklarının yüksek seviyelerde seyretmesi de petrol fiyatları açısından olumlu bir görünüm oluşturmaktadır (Grafik 2.2.2). Bununla birlikte, halen sürmekte olan ortadoğu kaynaklı politik riskler, petrol arzına yönelik kaygı oluşturabilecek bir unsur olarak dikkatle izlenmektedir. Özellikle Mısır'da yaşanan gelişmeler ham petrol taşımacılığına ilişkin bir risk unsuru oluştururken, Libya, Nijerya ve Irak ham petrol üretiminde yaşanan problemler de piyasadaki diğer risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Nitekim, ikinci çeyrek boyunca 102 ABD doları civarında hareket eden petrol fiyatları, bu gelişmelerle birlikte, Temmuz ayı ortası itibarıyla, 109 ABD doları seviyesine çıkmıştır. Tüm bu gelişmeler neticesinde, önümüzdeki 18 ay için yapılan vadeli sözleşmelerde petrol

fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla, kısa uçta daha belirgin olmak üzere, yukarı yönlü bir hareket görülmektedir (Grafik 2.2.3).

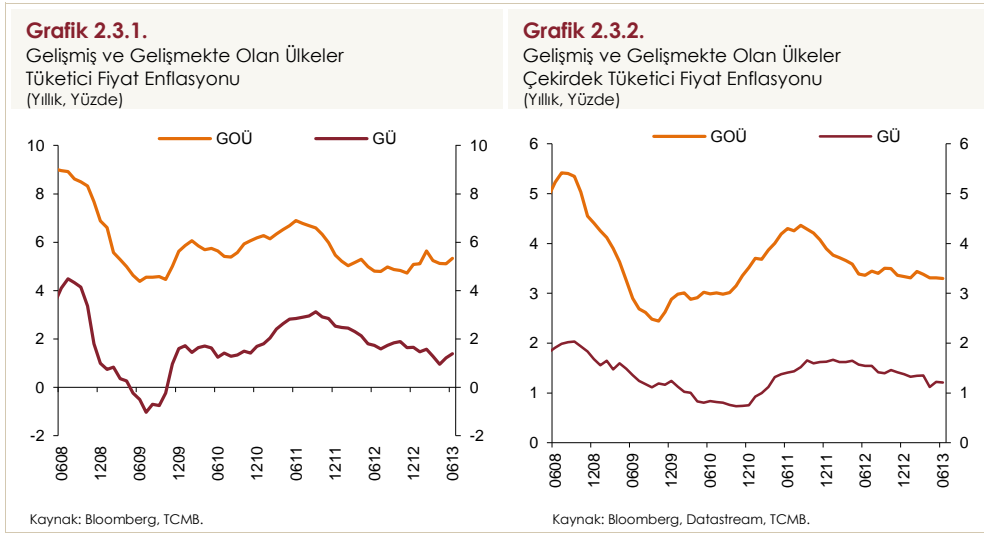


2013 yılı içerisinde giderek azaldığı görülen WTI ile Brent tipi ham petrol fiyatları arasındaki fark 2011 yılı başından bu yana en düşük seviyesine ulaşmıştır (Grafik 2.2.4). Söz konusu farkın azalmasında ABD ham petrol üretimindeki artışa bağlı olarak, Brent tipi ham petrole yönelik talep baskısının hafiflemesi etkili olmaktadır. Ayrıca, WTI fiyatının olduğu yer olan Oklahoma'da daha önce yeterli petrol boru hattı olmaması sebebiyle oluşan ve WTI fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturan arz fazlasının, yeni petrol boru hattı projeleriyle azalıyor olması da fiyat farkının azalmasında etkili olan bir diğer unsur olarak değerlendirilmektedir.

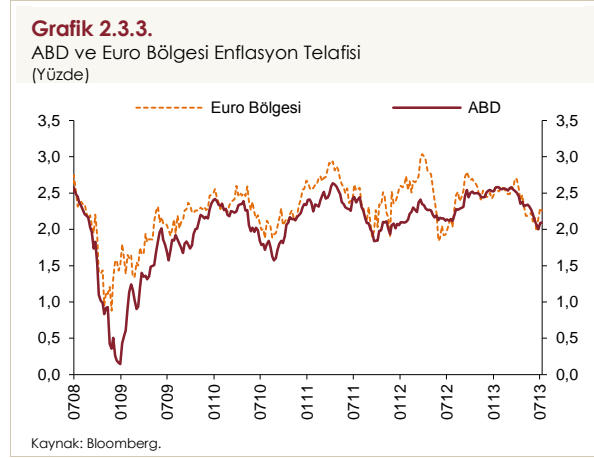
2012 yılı yaz aylarında şiddetli kuraklık sebebiyle ciddi artış gösterdikten sonra düşüş eğilimine giren tarım fiyatları, 2013 yılı ikinci çeyreğinde de düşüş eğilimini korumuş ve yüzde 12 oranında azalış göstermiştir. Her ne kadar tarım ürünleri üretimine ve stok seviyelerine ilişkin beklentiler olumlu olsa da, tarım fiyatlarının önümüzdeki dönem seyri iklim koşullarına bağlı olarak belirsizliğini korumakta ve 2013 yılı geneli için gerek aşağı yönlü gerekse yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

2.3. Küresel Enflasyon

2013 yılının ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkelerde genel ve çekirdek tüketici enflasyon oranları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, sınırlı da olsa, artış göstermiştir. Buna karşın, zayıf seyreden büyüme performanslarına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde genel tüketici enflasyonu yılın ikinci çeyreğinin başlarında düşme eğilimi sergilemiş ancak, Haziran ayında artarak, geçtiğimiz Enflasyon Raporu seviyesinin üzerine çıkmıştır. Bununla birlikte, söz konusu ülke grubunun çekirdek enflasyon oranları yatay seyrederek bir önceki Enflasyon Raporu seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2).



2013 yılının ikinci çeyreğinin sonu itibarıyla, gerek ABD gerekse Euro Bölgesi enflasyon telafisi, bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki seviyesinin altında kalmıştır. Euro Bölgesi'ndeki daralmanın önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklentisinin güçlenmesi bölgede telafi oranlarının düşüşünde etkili olmuştur. Benzer şekilde, gerek büyüme oranlarında yavaşlama beklentisi gerekse Fed'in son dönem açıklamaları sonrasında para politikasında sıkılaştırma beklentisi nedeniyle, ABD enflasyon telafisi de yılın ikinci çeyreğinde aşağı yönlü hareket etmiştir (Grafik 2.3.3).



Küresel enflasyon tahminlerine bakıldığında, aşağı yönlü güncellenen büyüme tahminlerine paralel olarak, gerek 2013 gerekse 2014 yıl sonuna ilişkin enflasyon tahminlerinin de, çoğunlukla, aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.3.1). Ne var ki, halihazırda enflasyon oranlarında artışın gözlemlendiği ve geçtiğimiz çeyrekte de sermaye çıkışının en çok yaşandığı bölge olan Latin Amerika'ya ilişkin 2013 yıl sonu enflasyon tahmini, genel eğilimin aksine, yukarı yönlü güncellenmiştir. Buna paralel olarak, gelişmekte olan ülke sermaye akımlarında gözlenen çıkışın önümüzdeki dönemde de devam etmesi ve gelişmekte olan ülke para birimlerinde meydana gelen değer kaybının enflasyon beklentilerini kalıcı olarak bozması durumunda, söz konusu ülke grubuna ait enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşabileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, yılın ikinci çeyreğinde düşüş göstermiş olan emtia fiyatlarının, zayıf seyreden küresel iktisadi faaliyete paralel olarak, önümüzdeki dönemde de küresel enflasyon oranları üzerinde bir baskı unsuru oluşturmayacağı düşünülmektedir.

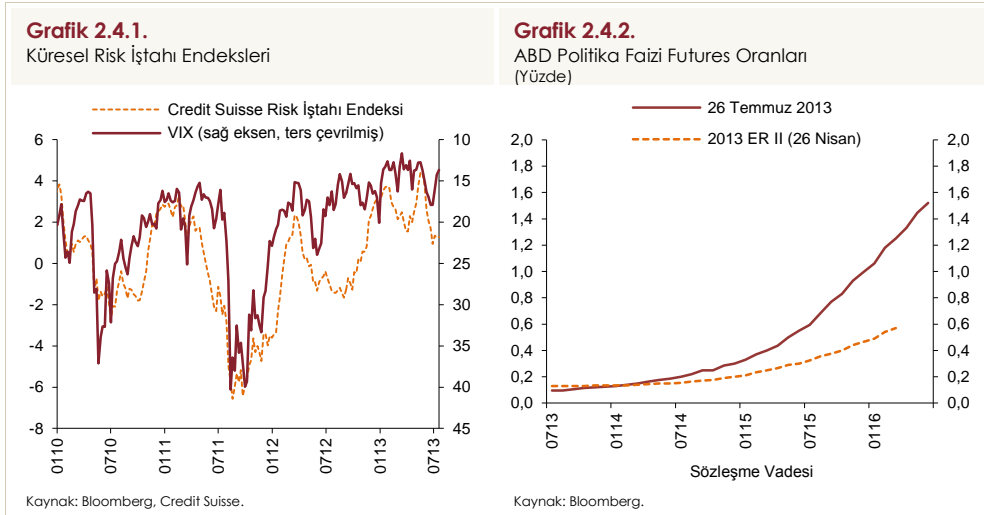
Tablo 2.3.1.
2013 ve 2014 Yıllarına İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Yüzde Değişim)

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

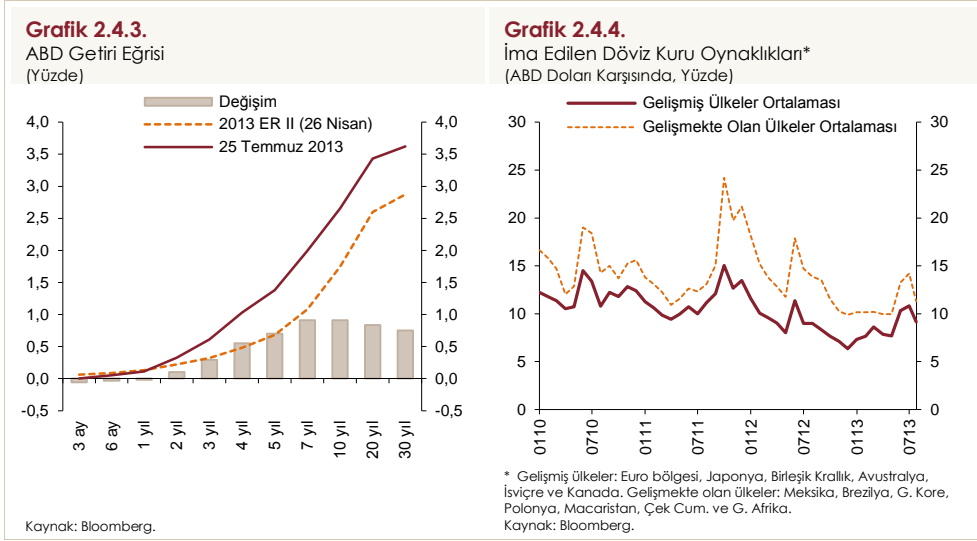
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

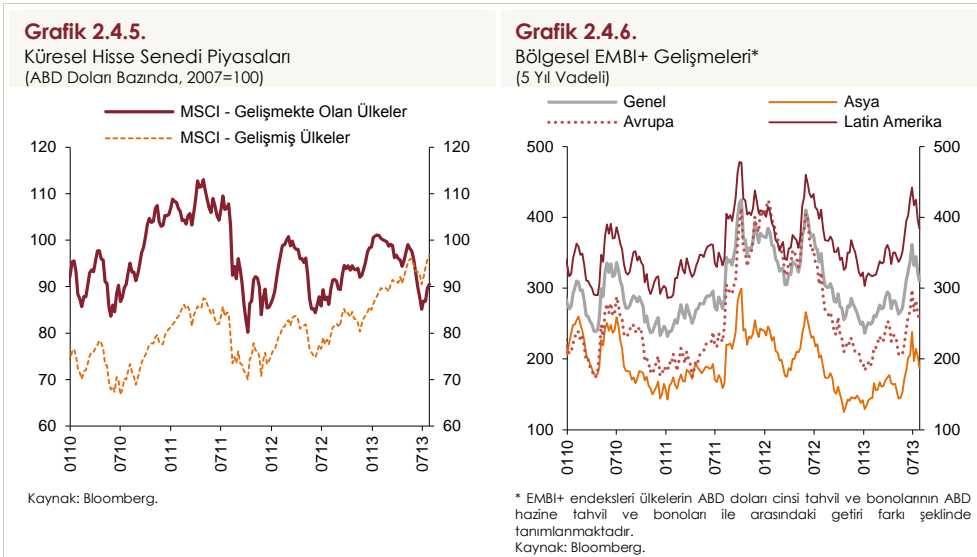
2013 yılının ikinci çeyreği, küresel büyümeye ilişkin kaygılar ve Fed'in tahvil alım programını önümüzdeki dönemde sonlandırılabilirliğine ilişkin verdiği sinyaller nedeniyle belirsizliklerin devam ettiği bir dönem olmuş, küresel risk iştahı bu dönemde düşüş göstermiştir (Grafik 2.4.1). Öte yandan Bernanke'nin Haziran ayı sonlarından itibaren para politikasının esnekliğini koruduğunu vurgulamaya başlaması küresel risk iştahının son dönemde yeniden bir toparlanma eğilimine girmesini sağlamıştır. Bu gelişmelerin ardından Federal Funds futures sözleşmeleri, ABD'de uzun süredir sıfıra yakın tutulan politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentinin belirgin biçimde daha erkene alındığını ima etmektedir (Grafik 2.4.2). Buna ek olarak, beklenen artış miktarında da önemli bir yükseliş gözlenmektedir.



ABD'de para politikası beklentilerinin sıklaşmasına paralel olarak orta ve uzun vadeli getirilerde de belirgin bir artış gözlenmiştir (Grafik 2.4.3). Öte yandan ABD para politikası gelişmeleri ve küresel risk iştahındaki dalgalanmalar, Dünya'da en yaygın kullanılan rezerv para olan ABD dolarının değeri üzerinde de belirsizlik oluşturmuştur. Bunun neticesinde, gerek gelişmiş ülke para birimlerinin gerekse de gelişmekte olan ülke para birimleri üzerine yazılan 1 ay vadeli döviz kuru opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar, yılın ikinci çeyreğinde, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, belirgin biçimde artmıştır (Grafik 2.4.4). Öte yandan, Temmuz ayında Fed'in piyasaları sakinleştiren açıklamaları ima edilen kur oynaklıklarına da yansımıştır.

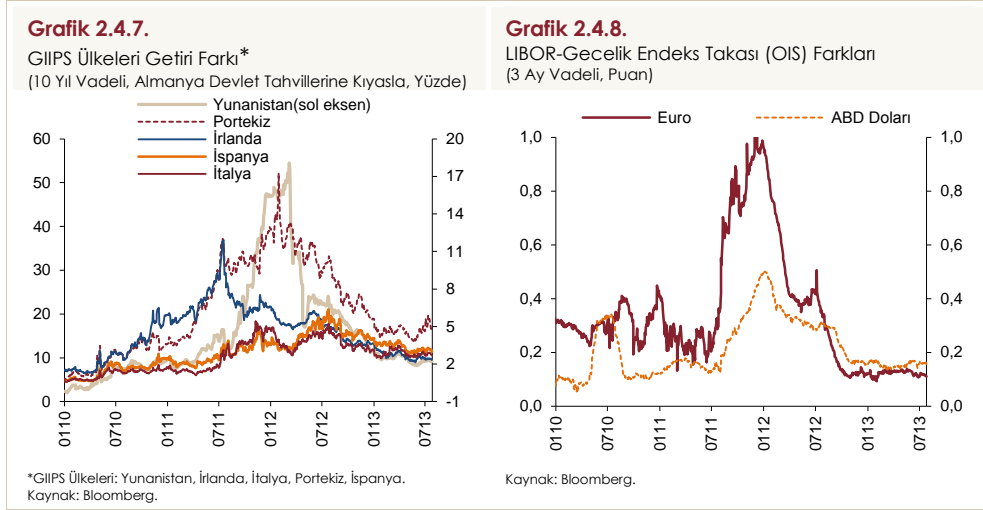


Yılın ikinci çeyreğinde, küresel risk iştahı ve büyüme kaynaklı endişeler gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülke borsalarını olumsuz etkilemiştir. Öte yandan, bu dönemde yatırımcıların güvenli liman olarak görülen ülkelere yönelmeleri nedeniyle, başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarındaki düşüşler, gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına kıyasla sınırlı kalmıştır (Grafik 2.4.5). Aynı dönemde, hisse senedi piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerindeki artış, ABD hazine bonusu getirilerindeki artışın belirgin olarak üzerine çıkmıştır (Grafik 2.4.6).

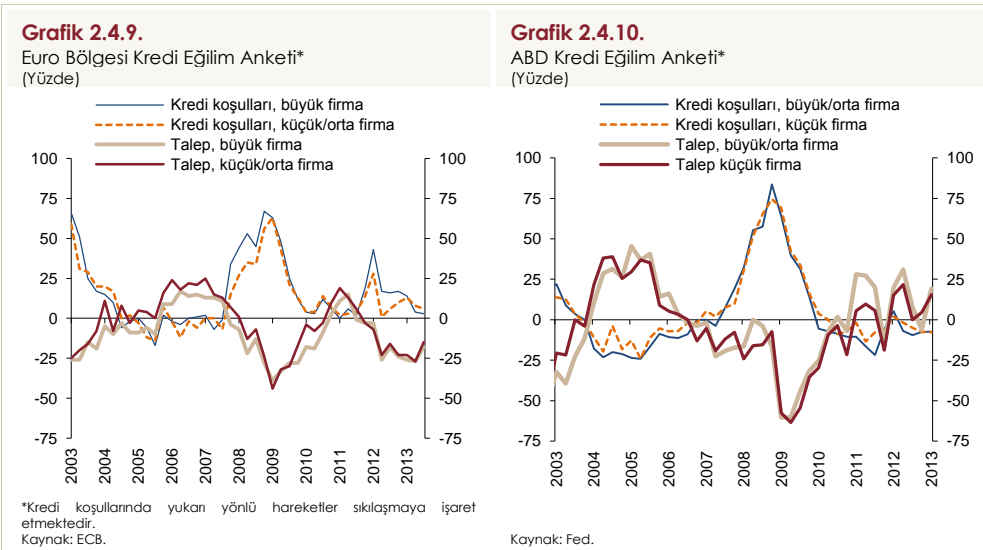


Son dönemde, gelişmekte olan ülkelere benzer bir şekilde, Euro Bölgesi'ndeki sorunlu ülkelere ait borçlanma senedi getirileri de güvenli liman

olarak algılanan Almanya'nın devlet tahvili getirilerine kıyasla yükselmiştir (Grafik 2.4.7). Öte yandan, para piyasalarında likidite koşullarının ve karşı taraf riskinin bir ölçütü olarak kabul edilen LIBOR-gecelik endeks takası (OIS) farkları yılın ikinci çeyreğinde gerek ABD gerekse de Euro Bölgesi için belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 2.4.8).

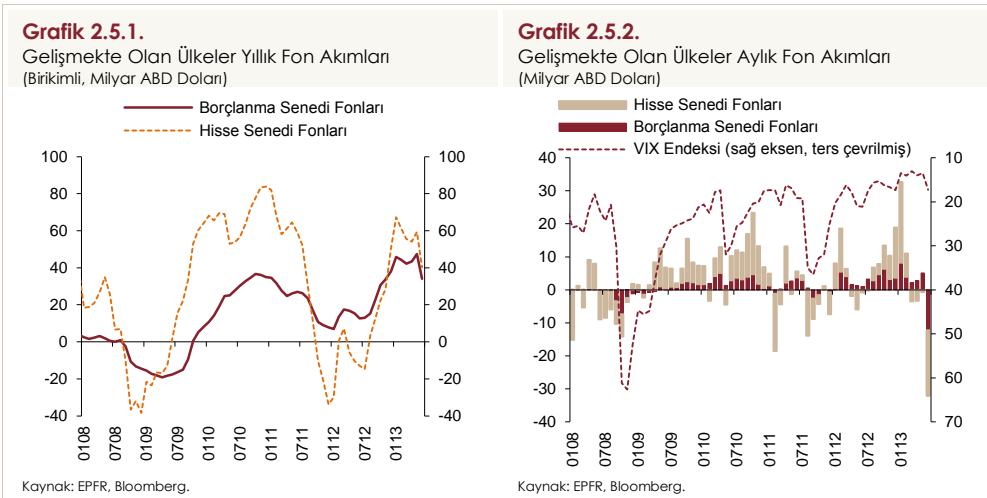


Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin 2013 Temmuz ayına ilişkin kredi eğilim anketine göre, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarındaki sıkılaştırma yılın ilk çeyreğine kıyasla bir miktar azalmış olsa da, kredi talebi daralmaya devam etmiştir (Grafik 2.4.9). Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşemenin yılın ilk çeyreğinde de devam ettiğini, kredi talebinin ise gerek büyük ve orta ölçekli gerekse küçük ölçekli firmalar için arttığını göstermektedir (Grafik 2.4.10).



2.5. Sermaye Akımları

2013 yılının ilk çeyreğinde yavaşlama eğilimine giren gelişmekte olan ülke sermaye akımları, yılın ikinci çeyreğinde belirgin biçimde gerilemiştir (Grafik 2.5.1). Japonya Merkez Bankası'nın Nisan ayında açıkladığı yeni miktarsal genişleme politikasının gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki etkisi sınırlı kalmış; öte yandan, Bernanke'nin Mayıs ve Haziran aylarında yaptığı açıklamalar ile 2013 yılı bitmeden Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağına ve 2014 yılı ortasında miktarsal genişleme politikasının tamamen sonlandırılacağına dair verdiği sinyaller, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarını tetiklemiştir. Nisan ve Mayıs aylarında sabit getirili menkul kıymet piyasalarına fon girişleri önceki çeyreğe kıyasla azalarak da olsa devam ederken, hisse senedi piyasalarından çıkışlar gözlenmiştir (Grafik 2.5.2). Haziran ayında ise küresel likiditenin azalacağına dair endişelerle bozulan risk iştahına paralel olarak gerek hisse senedi, gerekse borçlanma senedi piyasalarından sert çıkışlar görülmüştür. Sonuç itibarıyla, yılın ikinci çeyreği, sermaye akımlarının oynaklığının belirgin biçimde arttığı bir dönem olmuştur.



Çeyreklik bazda incelendiğinde, yılın ikinci çeyreğinde önceki çeyrekteki sermaye girişlerinin yarısından daha fazla bir bölümünün geri alındığı anlaşılmaktadır (Tablo 2.5.1). Portföy dağılımı bazında çıkışların büyük çoğunluğu hisse senedi piyasalarından olurken, bölgesel dağılıma bakıldığında, Latin Amerika ülkelerinin fon çıkışlarından aldığı payın geçen çeyreğe kıyasla görece olarak daha fazla olduğu görülmektedir.

Tablo 2.5.1.

Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu
(Çeyreklik, Milyar ABD Doları)

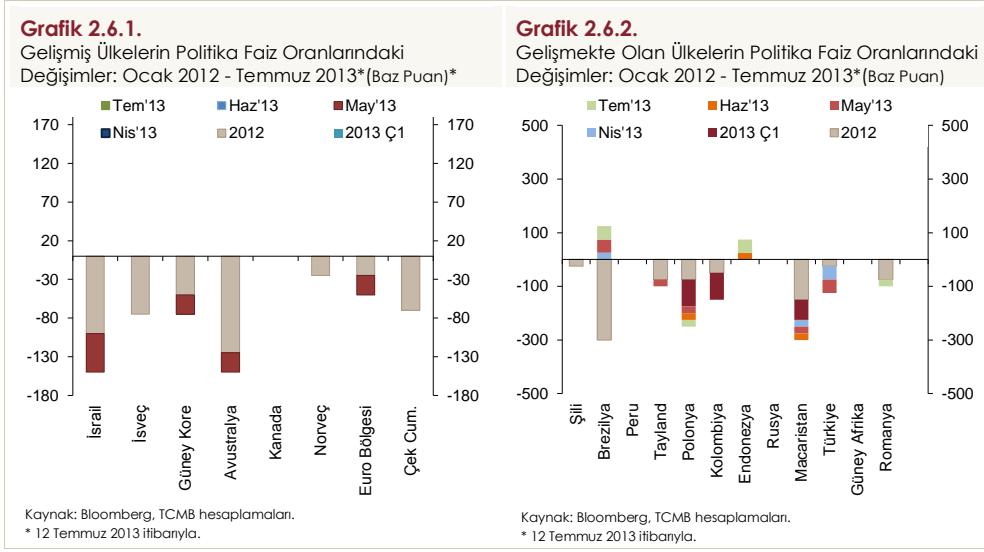
		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları	Yükselen Asya	Yükselen Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2012	1.Çeyrek	32,4	21,2	11,2	14,7	5,7	9,3	2,7
	2.Çeyrek	-3,5	-7,8	4,3	-4,0	0,0	0,2	0,3
	3.Çeyrek	19,2	7,0	12,1	6,2	4,5	6,8	1,7
	4.Çeyrek	42,8	27,9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

Kaynak: EPFR.

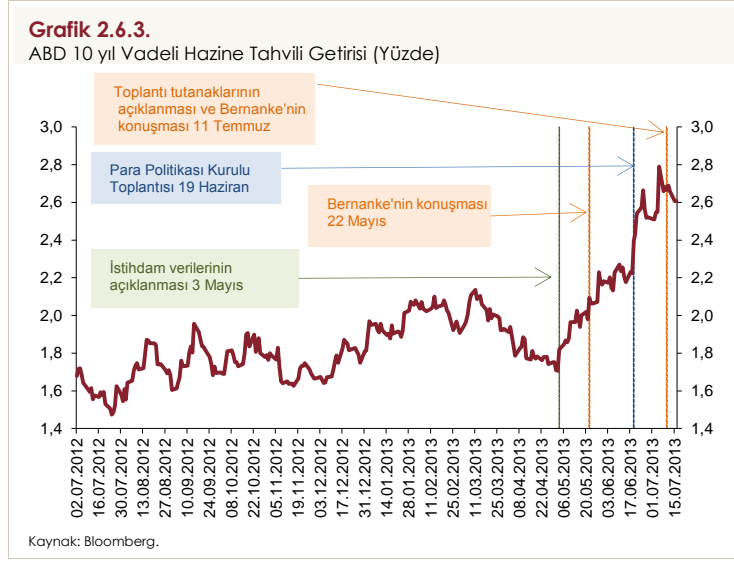
Önümüzdeki dönemde, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını belirleyen iten ve çeken faktörlere ilişkin aşağı yönlü risklerin geçen Enflasyon Raporu dönemine kıyasla arttığı değerlendirilmektedir. Küresel likiditenin azalma ihtimalinin yükselmiş olması yanında, uluslararası yatırımcıların riskten kaçınma eğiliminde artış görülmesi sermaye akımlarını azaltabilecek unsurlar olarak görülmektedir. Buna ek olarak, ABD'de ekonomik toparlanma sinyalleri görülürken, gelişmekte olan ülkelerin beklenenden daha zayıf büyüme görünümü sergiliyor olmasının, önümüzdeki dönemde sermaye akımlarındaki düşüş eğiliminin devam etmesine neden olabileceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, gerek sermaye akımlarındaki olası zayıf seyre ve gerekse oynaklık artışına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrara yönelik risklerin önümüzdeki dönemde canlı kalmaya devam edeceği düşünülmektedir.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

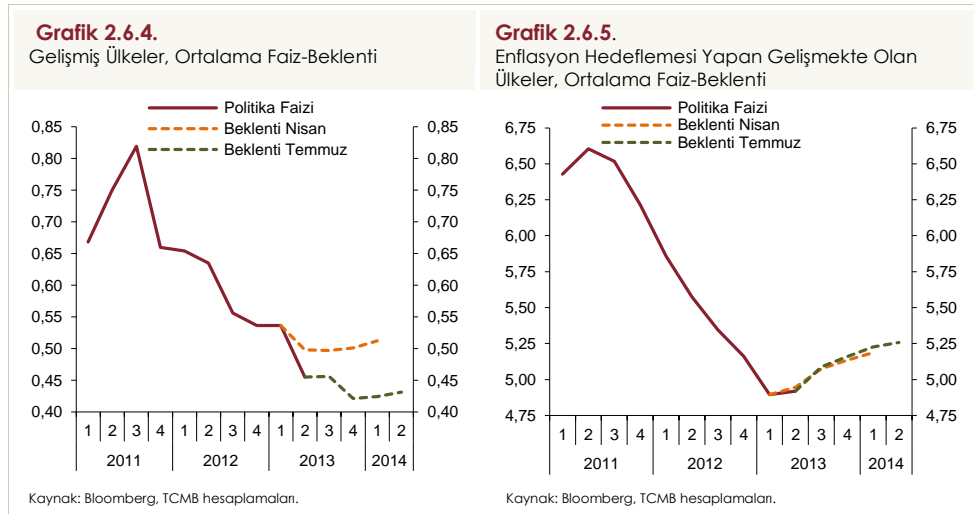
2013 yılı ikinci çeyreğinde politika faizleri gelişmiş ülkelerde düşüş yönünde hareket ederken, gelişmekte olan ülkelerde daha karmaşık bir yapı gözlenmiştir. İlk çeyrekte politika faizlerini sabit tutan bir çok gelişmiş ülke merkez bankası, özellikle küresel büyümeye dair beklentilerin kötüleşmesiyle birlikte, politika faizlerini indirme kararı almıştır. Bu bağlamda, başta ECB olmak üzere İsrail, Güney Kore ve Avustralya merkez bankaları yılın ikinci çeyreğinde politika faizlerinde indirmeye gitmiştir (Grafik 2.6.1). Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, 2012 yılında ve 2013 yılının ilk çeyreğinde en hızlı faiz indiren merkez bankalarından olan Macaristan ve Polonya, yılın ikinci çeyreğinde de faiz indirmeye (Nisan-Temmuz döneminde 75'er baz puan) devam etmiştir, Brezilya ve Endonezya merkez bankaları ise, enflasyonist kaygılar ve Bernanke'nin açıklamasını takiben finansal piyasalarında meydana gelen oynaklık karşısında politika faizlerini, sırasıyla, 125 baz puan ve 75 baz puan artırmışlardır (Grafik 2.6.2).



Politika faizlerindeki bu hareketliliğe karşın, son dönemde para politikası açısından en önemli gelişme Fed'in tahvil alımlarını yakın gelecekte sınırlandırma ve daha sonra da tamamen durdurma yönünde verdiği sinyaller olmuştur. İlk olarak, 3 Mayıs'ta istihdam verilerinin olumlu gelmesiyle birlikte piyasalarda sıkılaştırmanın başlayacağına dair bir algı oluşmuş ve uzun dönemli faizlerde artış gözlenmiştir (Grafik 2.6.3). Bunu takiben, Bernanke, 22 Mayıs'ta yaptığı konuşmada, istihdam piyasasındaki görece olumlu seyre bağlı olarak, tahvil alımlarının azaltılabileceğini söylemiş; bu gelişme ABD'de uzun süredir sifıra yakın tutulan politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentinin erkene alınmasına ve beklenen artış miktarının da yükselmesine yol açmıştır (Grafik 2.4.2). Ayrıca, söz konusu açıklamanın ardından, ABD de dahil olmak üzere küresel anlamda piyasa faizleri önemli oranda artmış ve özellikle gelişmekte olan ülke para birimleri, sermaye çıkışlarına bağlı olarak, değer kaybetmiştir. 19 Haziran tarihinde gerçekleşen Para Politikası Kurulu toplantısı sonrası yapılan açıklamalar da bu durumu doğrular nitelikte olmuş, Fed, daha önce açıklandığı gibi işsizlik oranı kalıcı olarak yüzde 6,5'in altına ininceye kadar politika faizinin düşük seviyelerinin korunacağını, ancak tahvil alımlarının yıl sonuna doğru azaltılarak, 2014 yılı ortalarında işsizlik oranı yüzde 7 civarına gerilediğinde tamamen durdurulabileceğini belirtmiştir.



Söz konusu açıklamalar sonrasında ABD'de 10 yıllık hazine tahvilinin getirisi ilk çeyrek sonunda bulunduğu yüzde 1,93 seviyesinden, ikinci çeyrek sonunda yüzde 2,52'ye yükselmiştir. Bloomberg'in Temmuz ayı anketine göre, uzun dönemli faizlerdeki artış beklentisinin Haziran ayındaki ankete oranla yükselmiş olması, Fed'in 19 Haziran tarihindeki açıklamalarının likiditenin daralacağı yönündeki beklentileri pekiştirdiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, Bernanke, toplantı tutanaklarının açıklanmasının ardından, 11 Temmuz'da katıldığı bir konferansta, halihazırda işsizlik oranının istihdam piyasasındaki durumu olduğundan daha iyi gösterdiğini ve önümüzdeki dönemde büyüme ve istihdamı destekleyici gevşek bir para politikasının gerekliliğini koruduğunu vurgulayarak, piyasalara, verilen tepki ve yaşanan paniğin aşırı olduğu mesajını vermiştir.



2013 yılı ikinci çeyreği itibarıyla gelişmiş ülkelerde ortalama politika faizinin Nisan ayında öngörülenden daha fazla gerileyerek yüzde 0,45 olarak gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 2.6.4). Gelişmekte olan ülkelerde ise yaklaşık 2 baz puanlık bir yükselişle yüzde 4,92 olan ortalama politika faizi, Nisan ayı beklentileriyle uyumlu bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.6.5). Ortalama politika faizlerinde önümüzdeki bir yıllık döneme ilişkin beklentiler ise gelişmekte olan ülkeler için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre pek farklılaşmazken, gelişmiş ülkelerde ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu aşağı yönlü güncellemede, ECB'nin tekrar 25 baz puanlık bir faiz indirimine gitme beklentisinin belirleyici olduğu düşünülmektedir. Her ne kadar ortalama politika faizlerine ilişkin beklentiler gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler için halihazırda belirgin bir sıkılaştırmaya işaret etmiyor olsa da, Bernanke'nin açıklamalarına bağlı olarak son dönemde gözlenen gelişmekte olan ülke sermaye çıkışlarının artarak devam etmesi durumunda, söz konusu ülke grubunun para politikasını sıkılaştırabileceği değerlendirilmektedir.