

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2018 yılının ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyette gözlenen ivme kaybı, üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Söz konusu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki eş anlı yavaşlamadan kaynaklanmıştır. Gelişmiş ülkeler tarafında Euro Bölgesi ve Japonya'nın büyüme hızlarındaki yavaşlama, ABD ve İngiltere'deki olumlu büyüme performansına rağmen, büyüme oranlarını aşağı çekmiştir. Özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğilimi oldukça belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Asya ve Doğu Avrupa'da büyüme oranları azalmıştır. Artan korumacılık eğilimleri küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliği artırarak önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu çerçevede, küresel ekonomik büyümede 2018 yılının ikinci yarısında gözlenen yavaşlamanın, 2019 yılında da devam edeceği öngörülmektedir.

2018 yılının son çeyreğinde emtia fiyatlarının temel belirleyicisi ABD'nin politika adımları olmuştur. Endüstriyel metal fiyatları, ABD'nin uygulamaya koyduğu uluslararası ticaret kısıtlamalarının talebi düşüreceği varsayımının fiyatlara yansımaları nedeniyle gerilemeye devam etmiştir. Düşen ham petrol fiyatlarına bağlı olarak, söz konusu dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında manşet enflasyon oranı gerilemiştir. ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülerini ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmekte birlikte; jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal piyasalardaki oynaklığın sürmesi ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının kademeli parasal sıkılaştırma eğilimi 2018 yılının dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Fed, yılı beklendiği gibi dört faiz artışı ile tamamlarken, ECB Aralık ayında varlık alımlarını sonlandırdığını açıklamıştır. Bu dönemde, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin de hız kaybedebileceği beklentisine yol açmış; buna bağlı olarak ülke tahvil getirileri gerilemiştir. Son dönemde gelişmiş ülke para politikası normalleşme patikasının bir önceki döneme göre daha az sıkı olacağı beklentisinin güçlenmesi, 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Eylül ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının, bir miktar istikrar kazandığı; Ocak ayı başından itibaren gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarında toparlanma başladığı gözlenmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunların bu öngörüğü tersine çevirebileceği not edilmelidir.

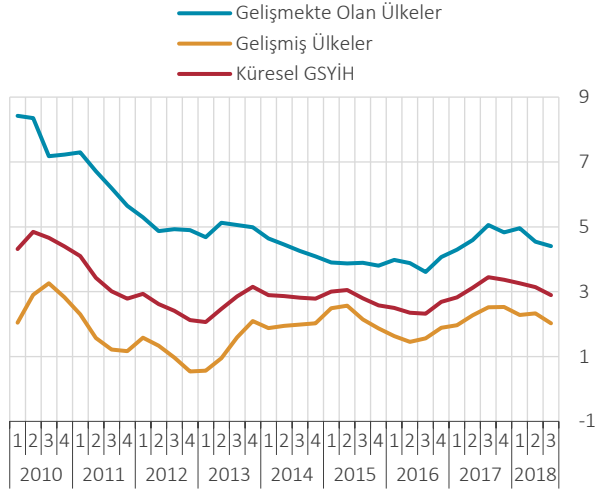
Gelişmiş ülkelerde işsizlik oranlarının tarihi düşük seviyeleri, enflasyonun hedeflerle uyumlu seyri, düşük faiz ortamının neden olduğu finansal riskler ve politika alanını genişletme isteği, merkez bankalarını normalleşme yönünde teşvik etmektedir. Bununla birlikte, küresel ekonomi görünümündeki artan belirsizlik, küresel finansal piyasalardaki oynaklık ve gelişmiş ülkelerde uzun süredir devam eden genişlemeci politikalara rağmen büyümenin dalgalı seyri merkez bankaları açısından para politikası kararlarını zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerde daha yavaş bir politika normalleşmesinin gelişmekte olan ülkelerin riskliliğini düşürmesi beklenebilir. Ancak, bu durumun finansal oynaklık kaynaklı olması ve risk iştahı üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerdeki para politikası kararlarını da zorlaştırabileceği not edilmelidir. Bu çerçevede, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği önem arz etmektedir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette ivme kaybı, üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Bu durum hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki yavaşlamadan kaynaklanmış ve küresel büyüme oranı 2018

yılına üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). ABD ve İngiltere'deki olumlu büyüme performansına rağmen, Euro Bölgesi ve Japonya'nın büyüme hızlarındaki yavaşlama, anılan dönemde gelişmiş ülkelerin büyüme oranını aşağı çeken en önemli faktör olmuştur. Özellikle Euro Bölgesi büyümesinde süregelen yavaşlama eğilimi oldukça belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında da büyüme hızı, bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır (Grafik 2.1.1). Bahsi geçen ülkelerin büyüme performansı bölgesel olarak değerlendirildiğinde, büyüme oranı Asya ve Doğu Avrupa bölgelerinde azalmış; Latin Amerika bölgesinde ise bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.1.2).

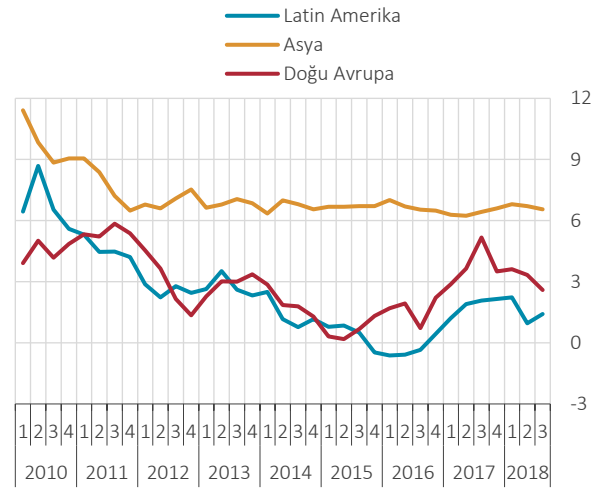
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



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)



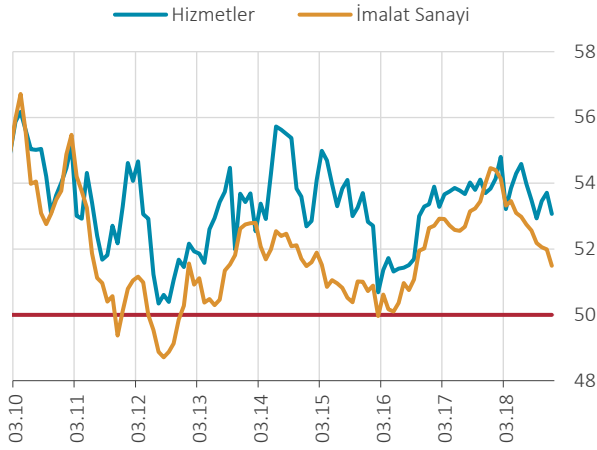
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Topluşturma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

2018 yılının son çeyreğine ait küresel PMI verileri, önceki dönemlere kıyasla imalat sanayi ağırlıklı olmak üzere daha olumsuz bir büyüme görünümüne işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, ABD ve Euro Bölgesi'ne ait imalat sanayi PMI göstergelerinin belirgin bir şekilde gerilediği göze çarpmaktadır (Grafik 2.1.4). Bu durum her iki ekonominin de yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha yavaş bir büyüme performansı sergilediğini göstermektedir. Ayrıca Euro Bölgesi'nde sanayi üretiminin Kasım ayında yıllık olarak yüzde 1,7 oranında daralması, büyümede süregelen yavaşlamanın söz konusu dönemde artarak devam ettiğini ima etmektedir. Japonya'ya ilişkin imalat sanayi PMI endeksi ise, anılan dönemde bir önceki çeyreğe benzer bir seyir izlemiştir. Ancak, Japonya'da Kasım ayı itibarıyla sanayi üretiminin yıllık büyüme oranı belirgin bir şekilde yavaşlamış; işsizlik oranı sınırlı da olsa yükselmiştir. Bu nedenle, Japonya ekonomisinin de, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha zayıf bir büyüme performansı göstereceği beklenmektedir. Özetle, 2018 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde büyüme hızının, özellikle Euro Bölgesi kaynaklı olarak yavaşlamaya devam ettiği ve büyüme oranının önceki çeyrek değerinin altında kaldığı tahmin edilmektedir.

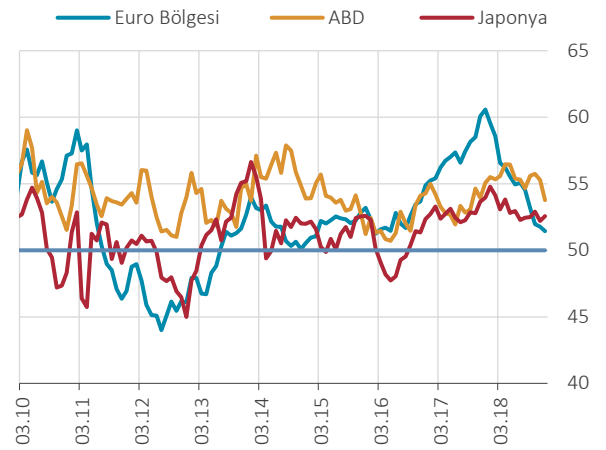
Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI göstergeleri, 2018 yılının dördüncü çeyreğinde imalat sanayi için gerilerken, hizmetler sektörüne ilişkin bir önceki çeyrekteki olumlu görünümün sürmediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, gelişmiş ülkelerdeki para politikasının normalleşme sürecine bağlı olarak küresel finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma ve risk iştahının bozulması sebebiyle GOÜ borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar sürmüştür. Yine bu dönemde, ABD'nin küresel ticareti kısıtlayıcı politikalarının güçleneceğine ilişkin beklentiler ile özellikle Ortadoğu bölgesi kaynaklı jeopolitik riskler ve petrol fiyatlarındaki dalgalanma belirsizlikleri artırmıştır. Özetle, öncü veriler ve göstergeler gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde yılın ikinci çeyreğinden bu yana süregelen yavaşlamanın 2018 yılının son çeyreğinde de devam ettiğini ima etmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

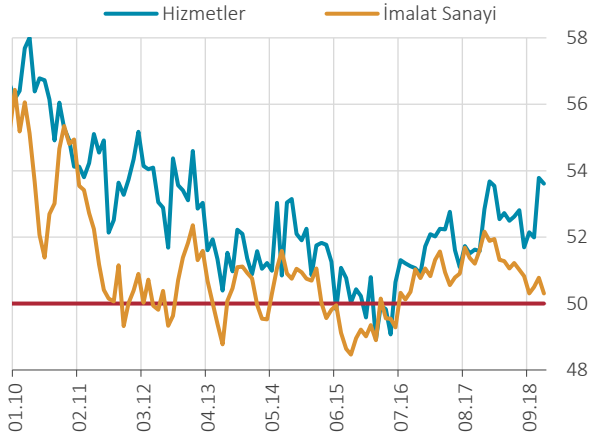
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

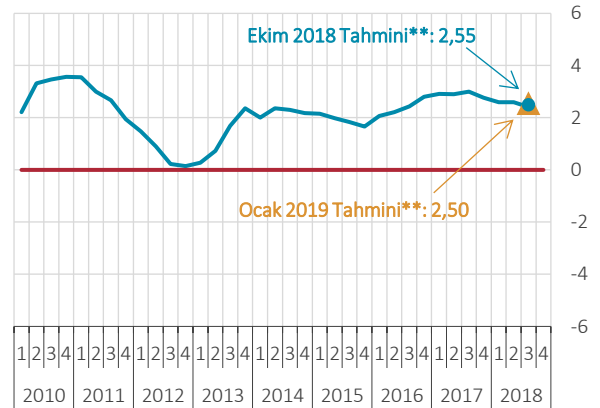
Sonuç olarak, küresel ekonominin, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak 2018 yılının son çeyreğinde de yavaşlamaya devam edeceği ve küresel büyüme hızının bir önceki çeyrek değerine çok yakın gerçekleşebileceği beklenmektedir. Ocak ayı Consensus Forecast bültenlerine göre, 2018 yılı küresel büyüme tahmininin, bir önceki Rapor dönemi tahmininden farklılaşmaması, söz konusu yargıyı desteklemektedir (Tablo 2.1.1).

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.

* Toplulaştırma yapılırken ülkeler, Türkiye'nin ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.

** 2018 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Gelişmiş ülkeler grubunda Ocak ayı Consensus Forecast 2018 yılı büyüme tahminleri, sadece Euro Bölgesi ve Japonya için aşağı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise, 2018 yıl sonu büyüme tahmininin Asya bölgesi için aşağı yönlü güncellendiği, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'ya ait tahminlerin ise değişmediği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre oldukça sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Bu gelişmede, özellikle Euro Bölgesi'ne ilişkin yıl sonu büyüme tahmininin aşağı yönlü güncellenmesi etkili olmuştur. Dolayısıyla, Türkiye'nin dış talebindeki olumlu görünümün, önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar zayıflamakla birlikte devam ettiğini söylemek mümkündür. Diğer taraftan Ocak ayı Consensus Forecast bültenlerinden elde edilen 2019 yılı küresel büyüme tahmininin, bir önceki Rapor dönemine göre 0,2 puan aşağıya çekildiği görülmektedir. Gelişmiş ülkeler tarafında ABD, Euro Bölgesi ve Japonya için, gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Asya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgeleri için 2019

yılı büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu durum, küresel ekonomik büyümede 2018 yılının ikinci yarısında meydana gelen yavaşlamanın, 2019 yılında da devam edeceğinin beklendiğini göstermektedir.

Tablo 2.1.1: 2018 ve 2019 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ekim		Ocak	
	2018	2019	2018	2019
Dünya	3,2	3,1	3,2	2,9
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,9	2,6	2,9	2,5
Euro Bölgesi	2,0	1,8	1,9	1,5
Almanya	1,9	1,7	1,5	1,4
Fransa	1,6	1,6	1,5	1,5
İtalya	1,1	1,1	0,9	0,5
İspanya	2,7	2,2	2,5	2,2
Japonya	1,1	1,2	0,8	1,0
İngiltere	1,3	1,5	1,4	1,5
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,9	5,6	5,8	5,5
Çin	6,6	6,3	6,6	6,2
Hindistan	7,4	7,5	7,3	7,3
Latin Amerika	1,4	2,1	1,4	1,9
Brezilya	1,3	2,4	1,3	2,4
Doğu Avrupa	3,1	2,2	3,1	2,1
Rusya	1,8	1,6	1,7	1,5

Kaynak: Consensus Forecasts.

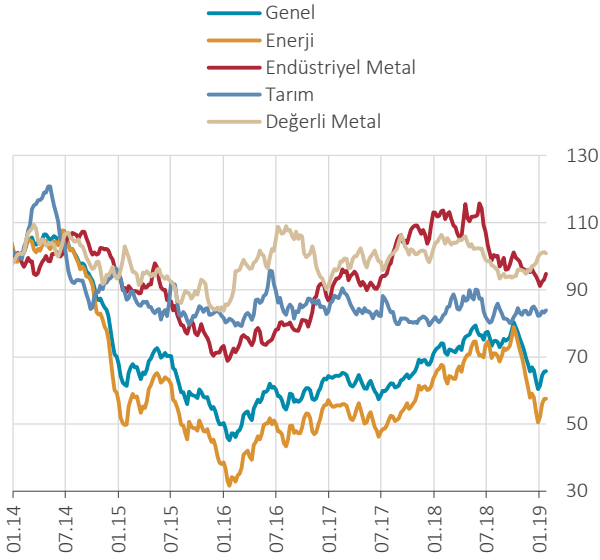
2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları genel endeksindeki hızlı yükseliş eğilimi, 2018 yılının ikinci yarısında tersine dönmüş ve son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 6 oranında düşüş kaydetmiştir. Yavaşlamanın temel belirleyicisi enerji fiyatlarındaki artışın söz konusu dönemde hız kesmesi olmuştur. Bu bağlamda, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre enerji ve endüstriyel metal fiyatları, sırasıyla, yüzde 9,7 ve 2,5 oranında gerilerken; tarım ve değerli metal fiyatları ise, sırasıyla, yüzde 1,6 ve 0,8 oranında artmıştır (Grafik 2.2.1).

2018 yılının son çeyreğinde de emtia fiyatlarındaki seyrin temel belirleyicisi ABD'nin ticaret ve dış politikası olmayı sürdürmüştür. ABD'nin uygulamaya koyduğu uluslararası ticaret kısıtlamalarının talebi düşüreceği varsayımının fiyatlara yansımaları ve ABD ile Çin arasında süren ticaret geriliminin belirsizlik ortamını pekiştirmesi, endüstriyel metal fiyatlarının söz konusu dönemde de gerilemeye devam etmesine neden olmuştur. ABD'nin Çin'e yönelik uygulamaya koyduğu ticaret kısıtlamaları, Çin'in dünya tarım ürünleri talebinde birinci sırada olması dolayısıyla, tarım fiyatlarının da yıl genelinde baskılanmasına yol açmıştır.

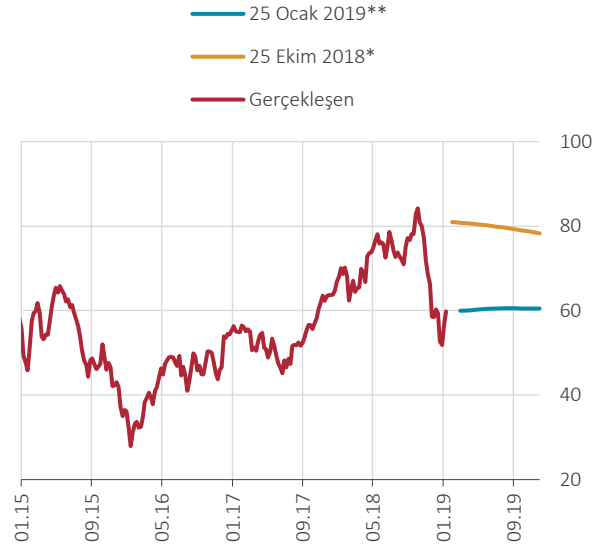
Ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir eğilim gözlenmiştir. Aralık ayında yapılan OPEC toplantısında alınan üretimi kısma miktarının tahminlerin üzerinde açıklanmasına karşın, ABD üretiminin hızlı artış eğilimini devam ettirmesi ve OPEC üyesi ülkelerin alınan önceki kararlara uyma konusunda sergiledikleri olumsuz tutum doğrultusunda, petrol fiyatlarındaki gerileme hızlanarak sürmüştür.

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.

*1-25 Ekim 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**1-25 Ocak 2019 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Önümüzdeki dönemde ABD ile Çin arasında süren ticaret müzakerelerinin olumlu sonuçlanması durumunda, endüstriyel metallerde belirsizliğe bağlı olarak gözlenen fiyat düşüşlerinin tersine dönebileceği; özellikle alüminyum ve bakır piyasalarında arz yönlü fiyat baskılarının belirginleşebileceği değerlendirilmektedir. Benzer şekilde, uluslararası ticaret geriliminin hafiflemesiyle tarım fiyatlarında da Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak, yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Önümüzdeki döneme ilişkin küresel ekonomi politikalarında belirsizliğin sürmesi ve para politikalarındaki normalleşme sürecinin beklenenden daha yavaş gerçekleşmesi durumunda ise altın fiyatlarında yukarı yönlü hareket olasılığı mevcuttur.

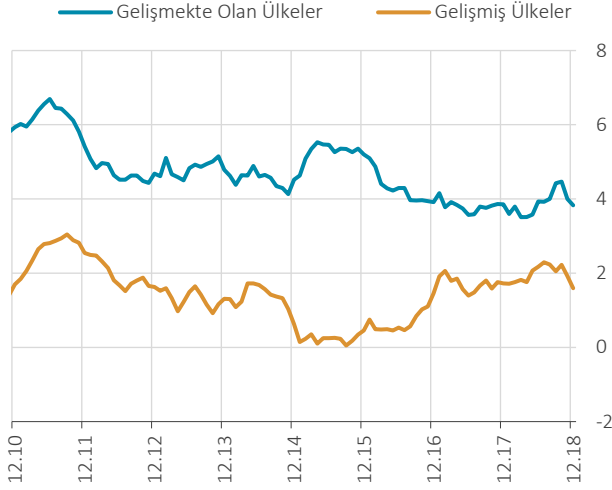
Son dönemde ham petrol fiyatlarında oynaklık artışı gözlenmiştir. Önümüzdeki dönem; küresel finansal piyasalardaki belirsizliğin ve oynaklığın sürmesi; OPEC ve Rusya'nın vardığı anlaşma doğrultusunda aldıkları üretimi kısma kararına büyük oranda uymaları; Çin ile ABD arasında süren ticaret müzakerelerinin anlaşma ile sonuçlanması, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, ABD kaya petrolü üretimindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve küresel ekonomik faaliyete ilişkin yavaşlama öngörülere ise ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir. Bu bağlamda, Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2019 yılında ortalama 60 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

2018 yılının son çeyreğinde, düşen ham petrol fiyatlarına bağlı olarak, manşet enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında gerilemiştir (Grafik 2.2.3). İlgili dönemde çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ülkeler için bir miktar artarken, gelişmekte olan ülkeler için azalmıştır (Grafik 2.2.4). 2019 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, gelişmiş ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

ABD'de işsizlik oranının tarihsel düşük düzeye gerilemesine rağmen ücretlerde yüksek oranlı artış gözlenmemektedir. Ayrıca, ankete dayalı ve finansal piyasa verilerinden elde edilen enflasyon beklentileri yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında seyretmektedir. Bunun yanında, son dönemde azalan ham petrol fiyatları, manşet enflasyonunu yakın geçmişe kıyasla bir miktar geriletmiştir. Euro Bölgesi'nde sıkılaşan emek piyasası ve artan ücretlerle manşet tüketici enflasyonunun 2019-2021 döneminde yüzde 2'ye yakınsayacağı tahmin edilmektedir. İçinde bulunduğumuz dönemde enflasyonu yüzde 1'in altında olup enflasyon beklentilerinde fazla değişim gözlenmeyen Japonya'da, orta vadede, pozitif çıktı açığı yanında

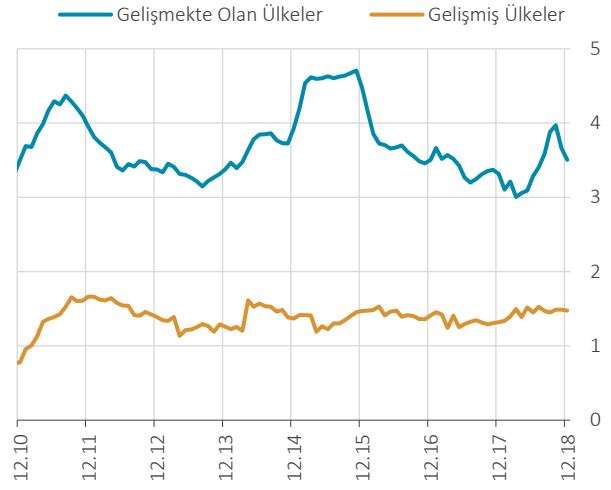
orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkması beklenmektedir. Öte yandan İngiltere’de, geçmişte Brexit sürecine ilişkin haberlere tepki veren İngiliz sterlini ve sıkılaştıran emek piyasası çerçevesinde hızlanan ücret artışları enflasyonu artırıcı yönde etki yaparken gerileyen ham petrol fiyatları, manşet tüketici enflasyon oranını yüzde 2’lik hedefin altına indirmiştir.

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.

Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülkelerin para politikası normalleşme süreçlerine bağlı olarak, küresel finansal piyasalardaki artan dalgalanmanın portföy hareketleri kanalıyla GOÜ’lerin döviz kurlarını olumsuz etkilemesi ve ham petrol fiyatlarının ABD’nin ekonomi politikaları ile jeopolitik gelişmeler doğrultusunda yukarı yönlü hareket etmesi, küresel manşet enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurlarıdır. Bunun yanında, gelişmiş ülkelerde sıkılaştıran emek piyasasının ücret artışlarına yansımaya olasılığı da gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimlerinin sürmesi dolayısıyla küresel büyüme görünümünün zayıflaması ve dolayısıyla gelişmiş ülkeler emek piyasasındaki baskıların hafiflemesi küresel manşet enflasyona ilişkin aşağı yönlü riskler olarak değerlendirilebilir.

Tablo 2.2.1: 2018 ve 2019 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

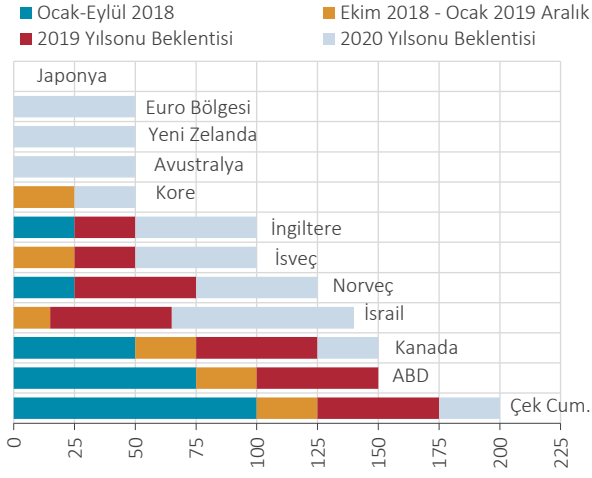
** Hesaplamalar mali yıl içindir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2018 yılı son çeyreğinde küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin de hız kaybedebileceği beklentisine yol açmıştır. Kademeli sıkılaştırma devam etmekte olup, anketler 2019 ve 2020 yılları için hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde politika faizi medyan beklentilerinin yukarı yönlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Bununla birlikte, dört büyük merkez bankasının ve özellikle Fed'in beklenen faiz patikası önemli oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Piyasa fiyatlaması da geçtiğimiz Rapor dönemine göre söz konusu merkez bankaları için 2019 yılında daha az faiz artışı ima etmektedir (Tablo 2.3.1).

Aralık ayında Fed, 2018 yılındaki dördüncü faiz artışını yapmış; ECB de daha önce açıkladığı üzere tahvil alımlarını noktalamıştır. Ancak, Euro Bölgesi'nde büyümenin önemli oranda ivme kaybetmesi ile ECB'nin faiz artış beklentisi ötelenmiştir. Brexit'e ilişkin belirsizliğin artması, İngiltere Merkez Bankası'nın da yükselen enflasyona karşı verilecek politika tepkisini yumuşatmaktadır. Diğer bazı gelişmiş ülke merkez bankaları kademeli faiz artışlarını sürdürseler de Fed'in diğer üç büyük merkez bankasına göre sıkı duruşu ABD dolarının değerlenmesine yol açmakta ve ABD büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

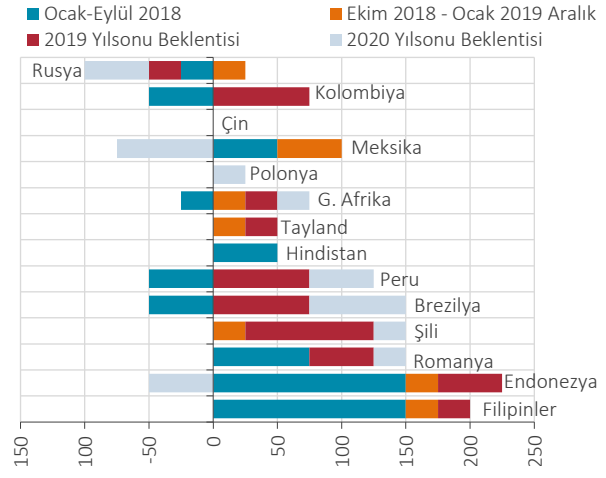
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2020* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 28 Ocak 2019 itibarıyla.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2020* (Baz Puan)

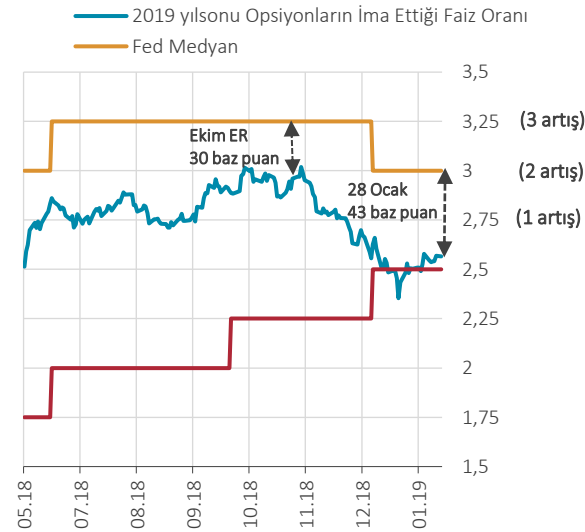


Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 28 Ocak 2019 itibarıyla.

Bu duruma küresel ticarete ilişkin kaygılar ve buna bağlı olarak ABD finans piyasalarındaki oynaklığın artması da eklenince, Fed'in faiz artışları konusunda daha temkinli bir iletişim yapmayı seçtiği gözlenmiştir. Bu bağlamda, işgücü verilerinin güçlü seyrini koruması ve ücret artış oranlarındaki yükselişe karşın Fed, Mart ayındaki toplantısında üçe çıkardığı 2019 yılına ilişkin medyan faiz artış sayısını, Aralık toplantısında yeniden ikiye indirmiştir. Bu 25 baz puanlık düşüşe rağmen opsiyonların ima ettiği faiz oranı ile Fed medyanı arasındaki fark geçtiğimiz Rapor dönemine göre oldukça açılmıştır (Grafik 2.3.3). Nitekim piyasalar çok daha gevşek bir para politikası öngörmekte ve Ocak ayı ortası itibarıyla 2019 yılı için politika faizinin neredeyse sabit kalacağını fiyatlamaktadır.¹ Önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin azalması ve ABD'nin büyüme-işgücü verilerinin güçlü seyrini sürdürmesi durumunda piyasa fiyatlamasının Fed'e yakınsaması; piyasa tarafından fiyatlanan aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi ve küresel ticarete ilişkin gerilimin artması durumunda ise Fed medyan patikasının piyasa fiyatlamasına yakınsaması beklenmektedir.

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



Kaynak: Bloomberg.

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

	Güncel Politika Faizi (%)	2019 Yılı sonu Opsiyonların İma Ettiği Politika Faiz Oranı (%)		ER Dönemleri Arası Değişim (% puan)
		Ekim ER	28.Oca.19	
Fed	2,5	2,95	2,56	↓-0,39
ECB	0	0,10	0,05	↓-0,05
İngiltere MB	0,75	1,02	0,84	↓-0,18
Japonya MB	-0,1	-0,06	-0,12	↓-0,06

Kaynak: Bloomberg.

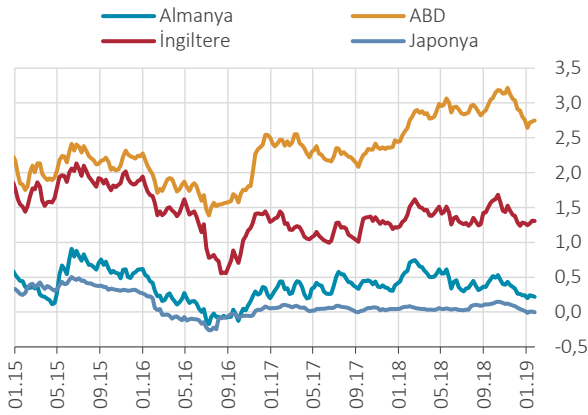
¹ Hatta kısa bir süre faiz indirimi bile fiyatlanmış, opsiyonların ima ettiği faiz güncel politika faizinin altına düşmüştür.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

Gelişmiş ülke merkez bankaları 2018 yılının son çeyreğinde kademeli normalleşme eğilimlerini sürdürürken; küresel büyüme eğilimindeki yavaşlama ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması, gelişmiş ülkelerde devam eden politika normalleşmesinin de hız kaybedebileceği beklentisine yol açmış; buna bağlı olarak ülke tahvil getirileri gerilemiştir (Grafik 2.4.1).

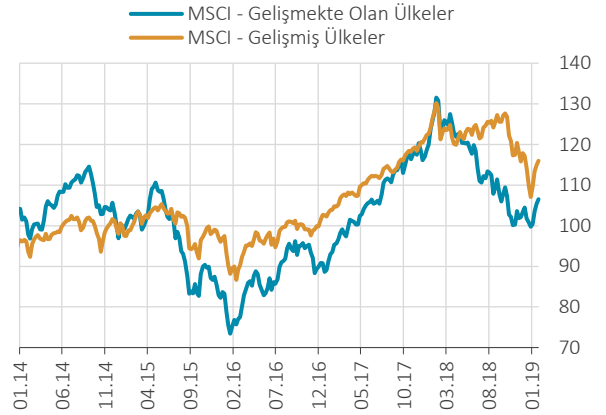
ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimi, Brexit sürecine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, İtalya'nın yüksek kamu borcu, petrol fiyatlarında sert düşüş gibi gelişmeler küresel finansal koşullardaki kırılganlıkların arttığına yönelik endişeleri desteklemiştir. ABD'deki vergi indirimleri ve pozitif büyüme görünümü ile iyimser başlanan yılda, 2018 yılının son çeyreğinde, hisse senetlerinde 2008 krizinden sonraki en büyük yıllık düşüş gerçekleşmiş; azalan risk iştahı diğer gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarından çıkışları beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.2). Ancak 2019 yılı başından itibaren hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasaları için bir miktar toparlanma izlenmektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

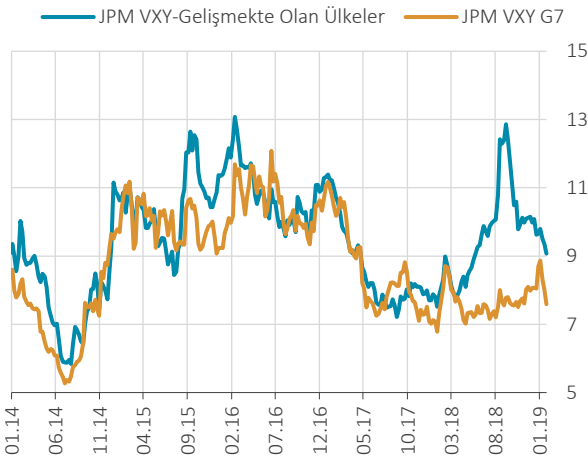
Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

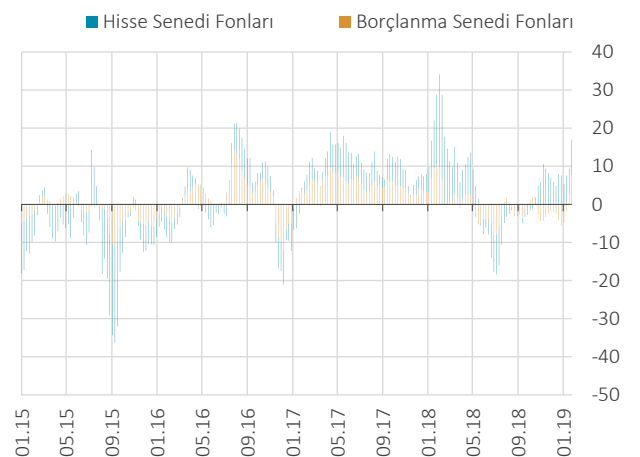
Risk algısında 2019'un başından itibaren oluşan olumlu hava, 2018'in dördüncü çeyreği boyunca yükselen gelişmiş ülke kur oynaklıklarını da düşürmüştür (Grafik 2.4.3). Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarında 2018 yılının ilk yarısında gözlenen çıkış eğilimi, bir miktar yavaşlamakla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür. Eylül ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının oldukça zayıf olmakla birlikte bir miktar istikrar kazandığı, Ocak ayı başından itibaren gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarında toparlanma başladığı gözlenmiştir (Grafik 2.4.4).

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.

Bölgesel olarak bakıldığında, 2018 yılının son çeyreğinde, tüm bölgelerde, gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar devam ederken, gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasalarına Asya ülkeleri kaynaklı girişler olmuştur (Tablo 2.4.1). Söz konusu dönemde en belirgin portföy girişi Çin’de izlenmiştir. Çin’in yurt içi ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla genişletici politikalar uygulaması, Çin’e yönelen portföy akımları üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Özellikle 2018 yılının son çeyreğinde Çin hisse senedi piyasalarına girişler kuvvetlenmiş ve gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasalarına yönelen toplam akımlar içinde Çin’in, 2017 yılında yüzde 24 olan payı yüzde 28’e yükselmiştir.

Son dönemde gelişmiş ülke para politikası normalleşme patikasının bir önceki döneme göre daha az sıkı olacağı beklentisinin güçlenmesi 2019 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizlik, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki yüksek oynaklık ve süregelen jeopolitik sorunların bu öngörüü tersine çevirebileceği not edilmelidir.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ülkelere 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

Kaynak: EPFR.