

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Geçtiğimiz üç aylık dönemde yayımlanan veriler küresel iktisadi faaliyetin belirgin bir toparlanma eğilimine henüz girmediğini göstermektedir. Güney Kıbrıs Rum Yönetimi (GKRY)'nde yaşanan bankacılık krizi, Çin ekonomisinin büyüme hızının beklentilerin altında gerçekleşmesi ve Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan - BoJ)'nın uygulamaya koyduğu genişletici politikalar geçtiğimiz dönemde öne çıkan gelişmeler olmuştur.

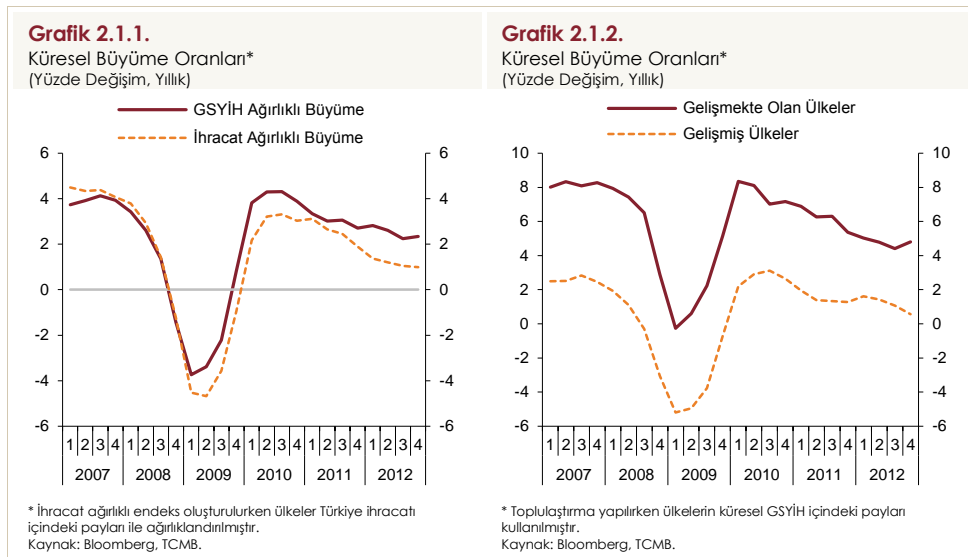
Ocak Enflasyon Raporu döneminden sonra Euro Bölgesi iktisadi faaliyeti yavaşlamaya devam etmiş, buna paralel olarak 2013 yılı büyüme tahmini belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. GKRY'de yaşanan bankacılık krizi, Euro Bölgesi'nde sorunların çözümüne yönelik atılan adımlara karşın, finansal sisteme ilişkin risklerin halen mevcut olduğunu göstermektedir.

ABD ekonomisi, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde yüzde 1,6 (yıllıklandırılmış) büyüyerek diğer gelişmiş ülkelerden ayrışmasına karşın, son 1,5 yılın en düşük büyümesini kaydetmiştir. Benzer şekilde, 2013 yılının ilk çeyreğinde yüzde 2,5 (yıllıklandırılmış) büyüyerek beklentilerin altında kalmış ve bu da maliye politikasındaki sıkılaştırıcı tedbirlerin etkilerinin görülmeye başladığı şeklinde değerlendirilmiştir. Bütçe harcamalarındaki kesintilerin önümüzdeki dönemde ABD büyümesi üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam edeceği düşünülmektedir.

2013 yılının ilk çeyreğinde genel emtia fiyat endeksi bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir miktar artarken enerji fiyatları dışındaki emtia fiyatlarının düşüş kaydettiği gözlenmiştir. Aynı dönemde yıllık tüketici enflasyon oranları, gelişmiş ülkelerde sınırlı miktarda aşağı yönlü bir eğilim sergilerken, gelişmekte olan ülkelerde ise yukarı yönlü hareket etmiştir. Söz konusu dönemde küresel enflasyonun düşük seyretmesinin de etkisi ile para politikası kararlarını şekillendiren temel faktör ülkelerin büyümeye ilişkin kaygıları olmuş ve para politikalarındaki gevşeme eğilimi gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde devam etmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak küresel para politikasının önümüzdeki dönemde de, çoğunlukla gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, gevşek seyretmeye devam etmesi beklenmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

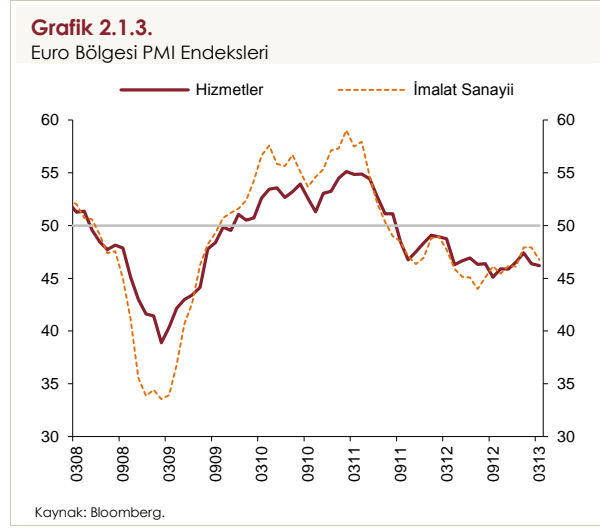
Geçtiğimiz yılın son çeyreğinde, gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetin artmış olmasına bağlı olarak, küresel iktisadi faaliyetin de sınırlı bir miktar yukarı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise, iktisadi faaliyeti destekleyici parasal genişleme politikalarının devamına karşın, zayıf büyümenin yılın son çeyreğinde de devam etmiş olduğu gözlenmiştir. Söz konusu çeyrekte Türkiye'nin ihracatında önemli paya sahip ülkelerin büyüme oranları da zayıf görünümünü korumuştur (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).



2012 yılının son çeyreğinde ABD ekonomisi, bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,6 (yıllıklandırılmış) büyüyerek son 1,5 yılın en düşük büyümesini kaydetmiştir. Söz konusu büyümeye özel kesim tüketim ve yatırımları ve ithalat pozitif katkıda bulunurken, kamu kesimi tüketim ve yatırımları ve ihracat negatif katkı vermiştir. ABD ekonomisi 2013 yılının ilk çeyreğinde de beklentilerin altında kalarak yüzde 2,5 (yıllıklandırılmış) büyümüş ve bu da kamu harcamalarındaki kesintilerin ABD ekonomisi üzerindeki etkilerinin görülmeye başlandığı şeklinde yorumlanmıştır.

Euro Bölgesi iktisadi faaliyeti ise olumsuz seyrini geçtiğimiz yılın son çeyreğinde de devam ettirerek 2012 yılında bir önceki yıla göre yüzde 0,6 oranında daralma kaydederken; PMI verileri daralmanın yılın ilk çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde Euro Bölgesi'nde 2013 yılı için pozitif büyüme öngörmüş olan Eurostat, bu Enflasyon Raporu döneminde Euro Bölgesi'nin 2013 yılında da

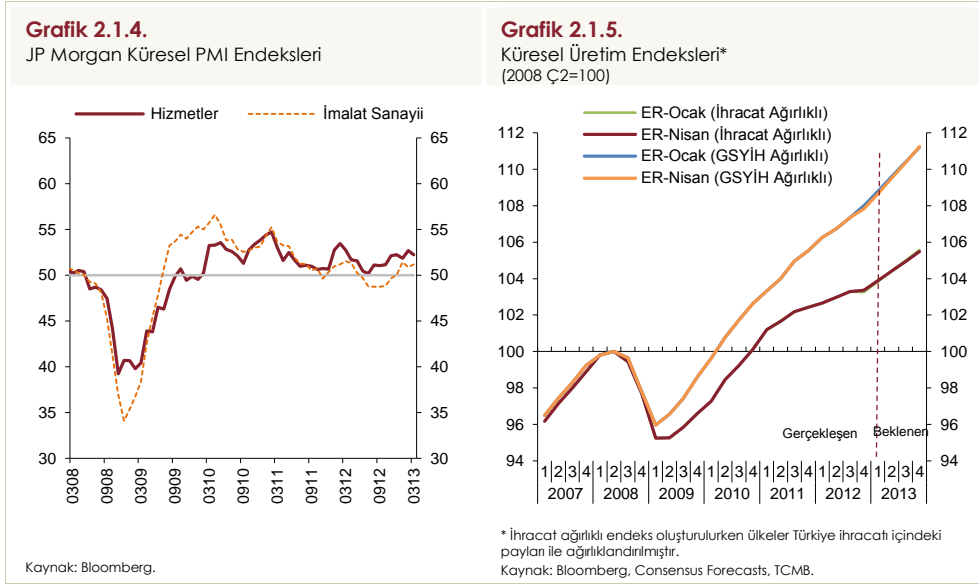
daralmaya devam ederek büyümenin yüzde 0,6 oranında gerileyeceğini, ancak 2014 yılında pozitif büyümeye geçeceğini öngörmüştür. Dolayısıyla, Euro Bölgesi'nin 2013 yılı içerisinde de küresel büyüme görünümünü olumsuz etkilemeye devam edeceği değerlendirilmektedir.



Gelişmekte olan ekonomiler içerisinde ise Çin, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde kaydetmiş olduğu yüzde 7,9'luk büyümenin ardından 2013 yılının ilk çeyreğinde, beklentilerin aksine, yavaşlayarak yüzde 7,7 oranında büyümüş ve yeni bir "düşük büyüme" dönemine girebileceğine dair endişeleri de beraberinde getirmiştir. Zayıf seyreden sanayi sektörü ve beklenenin altında seyreden perakende satışları düşük büyümeye yol açan başlıca unsurlar olurken, genişleyici para politikası uygulamalarının da reel sektör üzerinde beklenen etkiyi oluşturmadığına dair algılamaları güçlendirmektedir.

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin PMI verileri, gerek imalat gerekse hizmetler sektöründe yılın ilk çeyreğine sınırlı bir miktar artışa işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Gelişmiş ekonomilerin iktisadi faaliyeti destekleyici ek tedbir paketlerinin devam etmesinin, sınırlı da olsa yukarı yönlü olan bu hareketin belirleyicilerinden biri olabileceği düşünülmektedir. Ne var ki, gevşek seyreden küresel para politikasına karşın, Euro Bölgesi krizine ilişkin sorunların devam ediyor olması önümüzdeki dönem küresel büyümenin seyrine ilişkin belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir. Consensus Forecasts tahminlerine bakıldığında, 2013 yılsonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerinin Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre aynı kaldığı görülürken Euro Bölgesi'ne ilişkin 2013 yılı büyüme tahmininin belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiş olduğu dikkat çekmektedir (Tablo

2.1.2). Nisan ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri ise dış ekonomilerde önümüzdeki dönem belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir (Grafik 2.1.5).

**Tablo 2.1.2.**

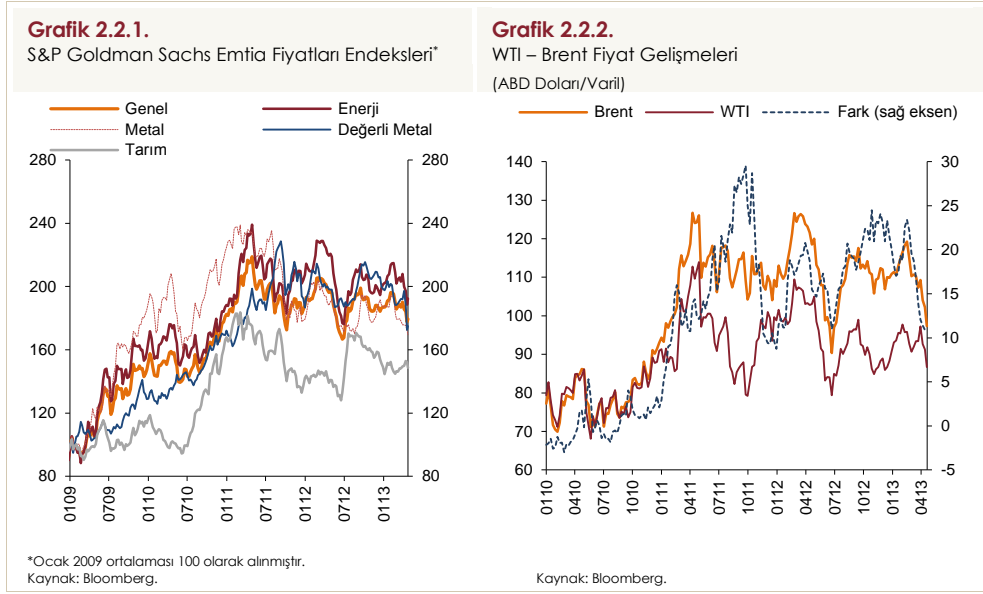
2013 ve 2014 Yıllarına İlişkin Büyüme Tahminleri

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

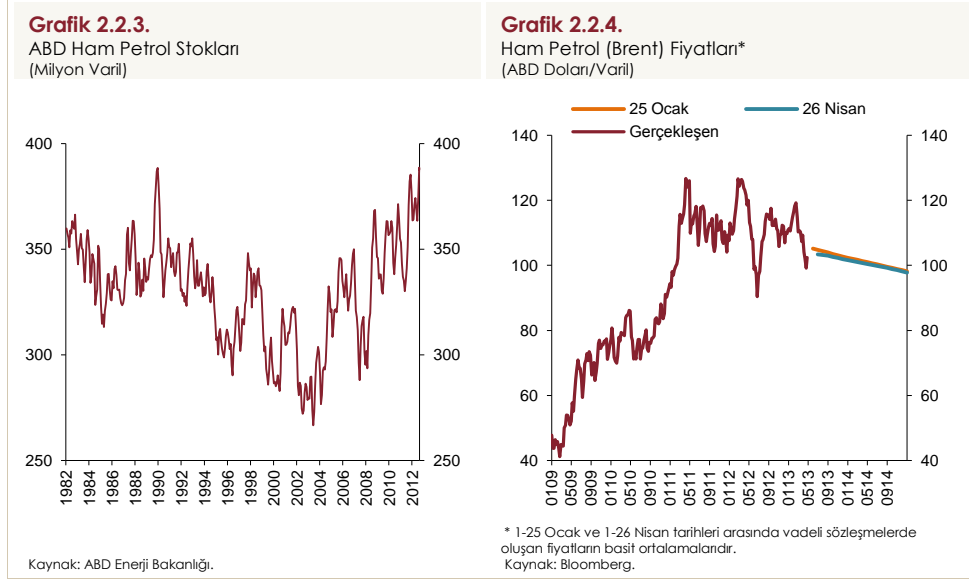
2.2. Emtia Fiyatları

2013 yılının ilk çeyreğinde genel emtia fiyat endeksi bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir miktar artarken enerji fiyatları dışındaki emtia fiyatlarının düşüş kaydettiği gözlenmiştir. Söz konusu dönemde, enerji fiyatları yüzde 2,4 artarken; metal fiyatları yüzde 0,9, tarım fiyatları yüzde 7,4 ve değerli metal fiyatları yüzde 6,4 oranında düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.1).



Yılın ilk çeyreğinde gerek Brent tipi gerekse WTI tipi petrol fiyatları bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir miktar artış göstermiş olsa da, Nisan ayının ortası itibarıyla her iki tip petrol fiyatının da düşüş eğilimine girdiği ve bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, sırasıyla, yüzde 13 ve yüzde 7 oranında değer kaybettiği görülmektedir (Grafik 2.2.2). ABD ekonomisinde gözlenen pozitif büyümeye karşın işgücü göstergelerinin halen kalıcı bir toparlanmaya işaret etmemesi ve Euro Bölgesi'ndeki daralmanın 2013 yılında da süreceğine dair yaygın beklentiler gözönüne alındığında petrol fiyatlarında yukarı yönlü bir hareket oluşturacak bir talep baskısı olmadığı düşünülmektedir. Buna ilaveten, ABD ham petrol stoklarının yüksek seviyelerde seyretmekte olması (Grafik 2.2.3) ve OPEC ülkelerinin cari üretim düzeylerini koruyacağına dair beklentiler ham petrol fiyatlarında yukarı yönlü harekete neden olacak arz yönlü bir baskının da olmadığını göstermektedir. Özetle, ortadoğu kaynaklı politik sorunların devam ediyor olmasına rağmen, arz ve talep koşulları bir arada değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarında aşağı yönlü eğilimin önümüzdeki dönemde de devam edeceği değerlendirilmektedir. Nitekim, önümüzdeki 18 ay için yapılan vadeli

sözleşmelerde petrol fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla belirgin bir değişim olmadığı görülmektedir (Grafik 2.2.4).



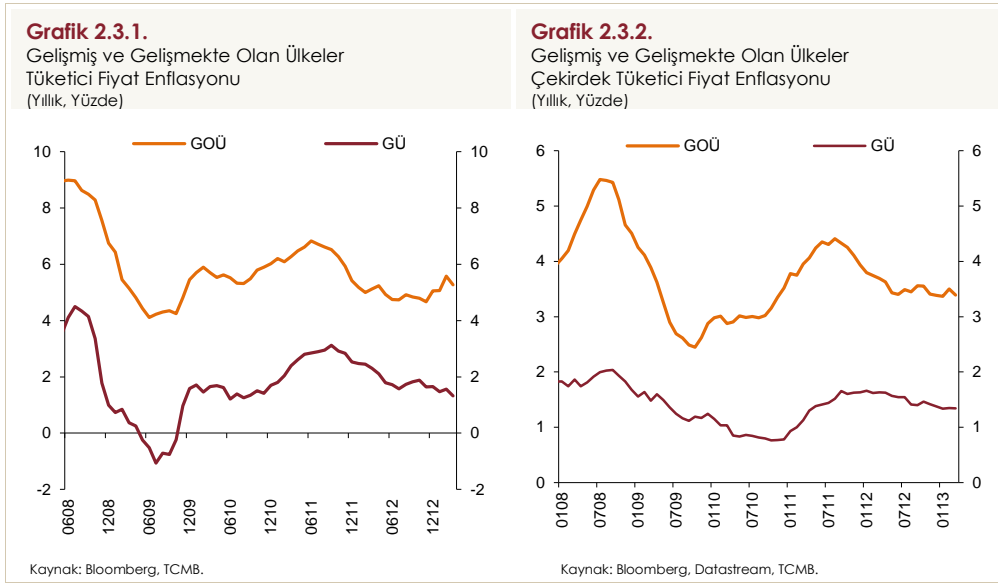
WTI ile Brent petrol fiyatları arasındaki farkın 2013 yılı içerisinde giderek azaldığı görülmektedir. 2012 yılının son çeyreğinde 22,3 ABD doları olan fiyat farkı Nisan ayının ortası itibarıyla ise 10,6 ABD dolarına gerilemiştir (Grafik 2.2.2). ABD'nin enerjide dışa bağımlılığını azaltma potansiyeli taşıyan gelişmelere rağmen söz konusu farkın kapanıyor olmasında ABD ekonomisinin Avrupa'ya kıyasla güçlü büyümeye devam etmesinin belirleyici bir faktör olduğu değerlendirilmektedir.

2012 yılının ilk yarısındaki yukarı yönlü hareketine karşın yılın genelini 2011 yılının altında tamamlamış olan tarım fiyatlarının söz konusu aşağı yönlü eğilimini 2013 yılının ilk çeyreğinde de devam ettirdiği ve yüzde 7,4 oranında azaldığı görülmektedir (Grafik 2.2.1). Ne var ki, 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.

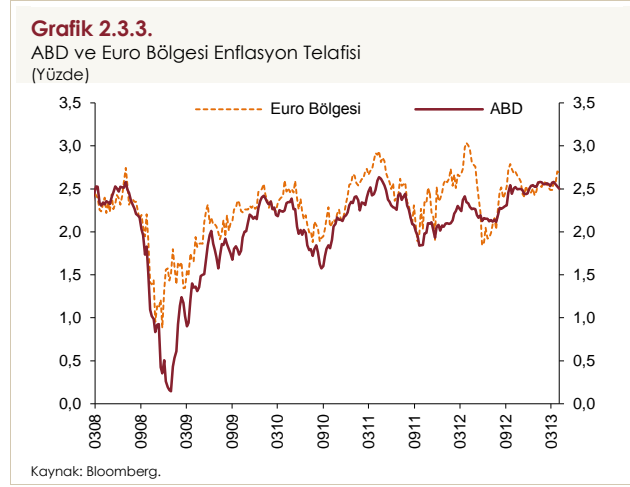
Enerji ve endüstriyel metal fiyatları üzerinde küresel büyümenin seyri belirleyici olmaya devam etmektedir. ABD ve Euro Bölgesi'nde ve son olarak Japonya'da ekonomiyi canlandırmaya ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak uygulanan parasal genişleme politikaları ve ekonomik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerinde etkili olurken, arz yönlü gelişmeler emtia fiyatlarının her iki yönde de değişimini olası kılmaktadır.

2.3. Küresel Enflasyon

2013 yılının ilk çeyreğinde genel ve çekirdek tüketici enflasyon oranları, gelişmiş ülkelerde sınırlı miktarda aşağı yönlü bir eğilim sergilerken, gelişmekte olan ülkelerde ise, Mart ayında bir miktar düşmüş olmasına karşın, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artış göstermiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Söz konusu dönemde enerji hariç emtia fiyatlarında gözlenen düşüş enflasyon oranlarındaki yatay seyri desteklerken, özellikle gelişmiş ülkelerde zayıf seyreden büyüme enflasyon üzerinde talep baskısı oluşturmamıştır.



2013 yılının ilk çeyreğinde Euro Bölgesi enflasyon telafisi sınırlı bir miktar aşağı yönlü hareket ederken, ABD enflasyon telafisinde sınırlı bir miktar yukarı yönlü değişim gözlenmiştir. Euro Bölgesi'ndeki daralmanın 2013 yılında da devam edeceği beklentisinin güçlenmesi ve sorunlu ülkelere yönelik desteğin devamı bölgede telafi oranlarının düşüşünde etkili olmuştur. Öte yandan, 2013 yılında da makul düzeylerde pozitif büyüme sergilemesi beklenen ABD'nin enflasyon beklentilerinde belirgin bir artış meydana gelmemiştir. Ne var ki, Mart ayının ortasından itibaren her iki bölgede de enflasyon telafilerinin bir miktar yukarı yönlü hareket etmiştir (Grafik 2.3.3).



Küresel enflasyon tahminlerine bakıldığında 2013 yılsonu için bir değişim olmazken 2014 yılsonuna ilişkin tahminin sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.3.1). Euro Bölgesi'ne ilişkin tahminler gerek 2013 gerekse 2014 yılsonu için aşağı yönlü güncellenirken ABD'ye ilişkin enflasyon tahminleri ise değişmemiştir. Japonya için ise gerek 2013 gerekse 2014 yılı için enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiş ve 2013 yılında deflasyondan enflasyona geçileceği öngörüsü yapılmıştır. Öte yandan, yılın ilk çeyreğinde yatay seyretmiş olan emtia fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinin de küresel enflasyon oranları üzerinde belirgin bir baskı ve risk unsuru olarak görülmediği değerlendirilmektedir. Buna ilaveten, daralan ya da zayıf büyüyen gelişmiş ülkelerin ekonomilerini canlandırmaya yönelik adımlarının olumlu beklentiler oluşturamadığı ve buna bağlı olarak enflasyon oranları üzerinde önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkeler kaynaklı yukarı yönlü bir baskının söz konusu olmadığı düşünülmektedir.

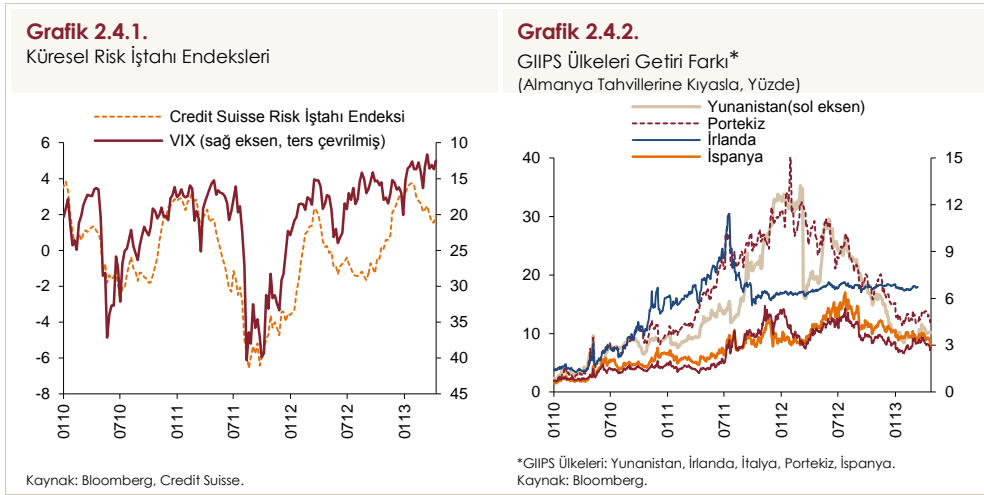
Tablo 2.3.1.
2013 ve 2014 Yıllarına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

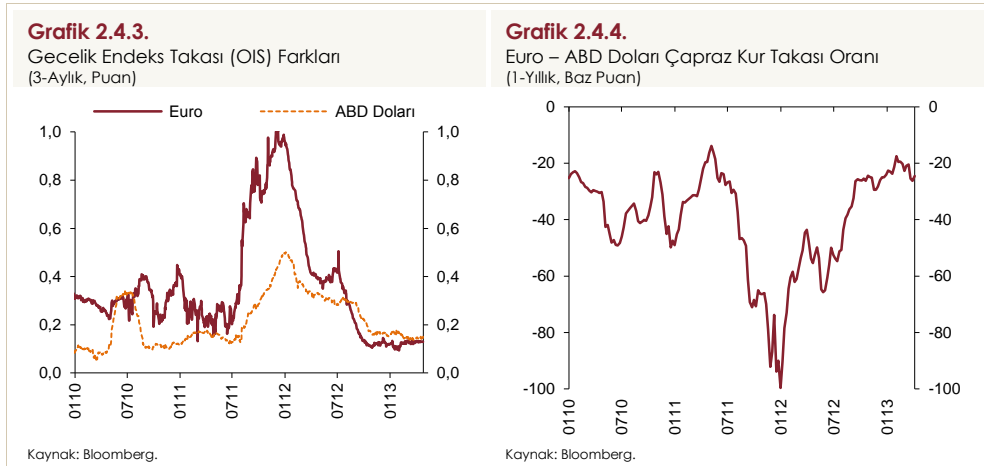
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

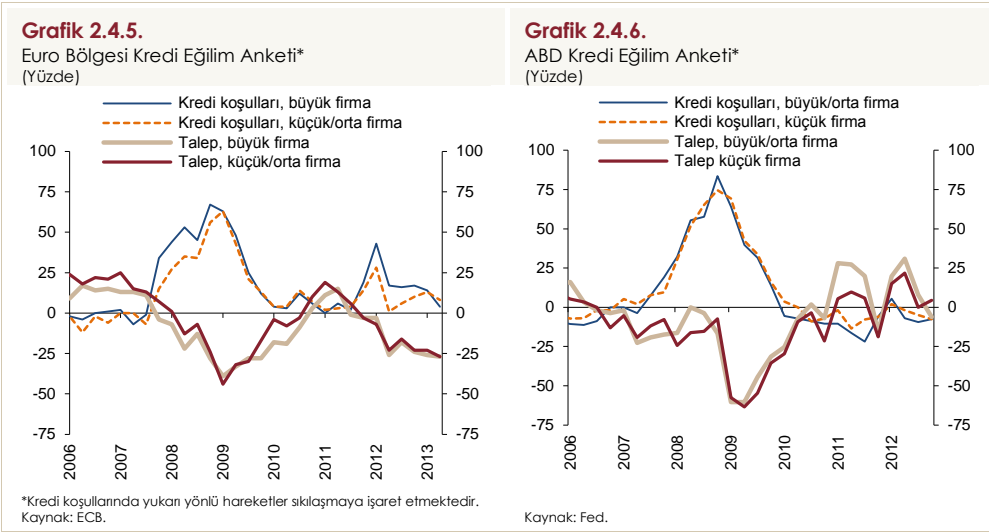
2013 yılının ilk çeyreği özellikle Euro Bölgesi'ne ilişkin riskler nedeniyle belirsizliklerin devam ettiği bir dönem olmuş, küresel risk iştahı bu dönemde düşüş göstermiştir (Grafik 2.4.1). ECB'nin ve Euro Bölgesi hükümetlerinin kararlı tutumlarına rağmen gerek İtalya'da ortaya çıkan genel seçim sonuçları gerekse GKRY'nin yaşadığı mali kriz ve bankacılık krizi bölgeye ilişkin risk algılamalarını artırmıştır. Seçim sonrasında İtalya'da ortaya çıkan oy dağılımının hükümet kurulmasını zorlaştırması ve siyasi istikrarın sağlanmasına ilişkin endişeler ülke kredi notunun düşürülmesine ve tahvil getirilerinde artış yaşanmasına sebep olmuştur (Grafik 2.4.2).



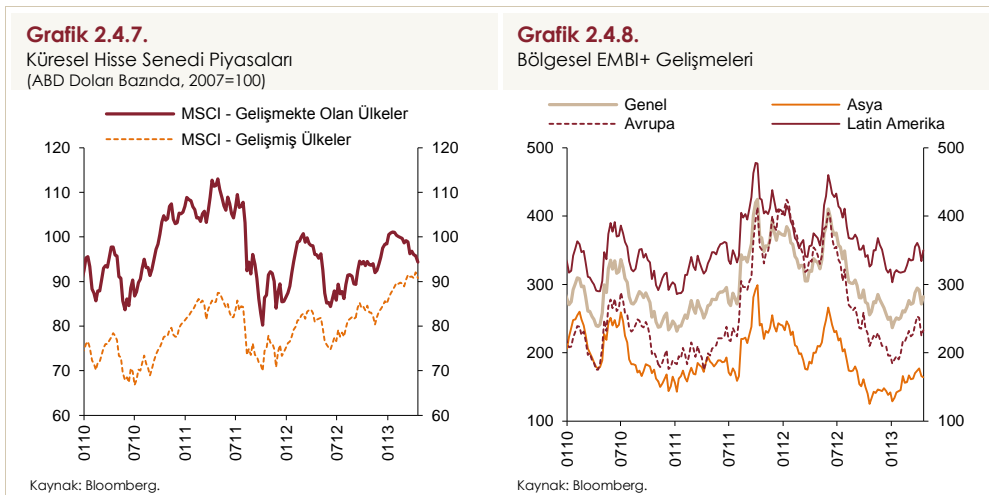
Para piyasalarında karşı taraf riskini gösteren gecelik endeks takası (OIS) farkları yılın ilk çeyreğinde ABD için bir miktar gerilerken Euro Bölgesi için bir miktar artış göstermiştir. Euro – ABD doları çapraz kur takası oranında ise Şubat ayından bu yana artış yaşanmıştır (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).



ECB'nin 2013 yılının ilk çeyreğine ilişkin kredi eğilim anketine göre, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarındaki sıkılaştırma 2012 yılının son çeyreğine kıyasla bir miktar azalmış olsa da, kredi talebindeki daralma ağırlaşmıştır (Grafik 2.4.5). Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşemenin yılın son çeyreğinde de devam ettiğini, kredi talebinin ise gerek büyük ve orta ölçekli firmalar gerekse küçük ölçekli firmalar için arttığını göstermektedir (Grafik 2.4.6).

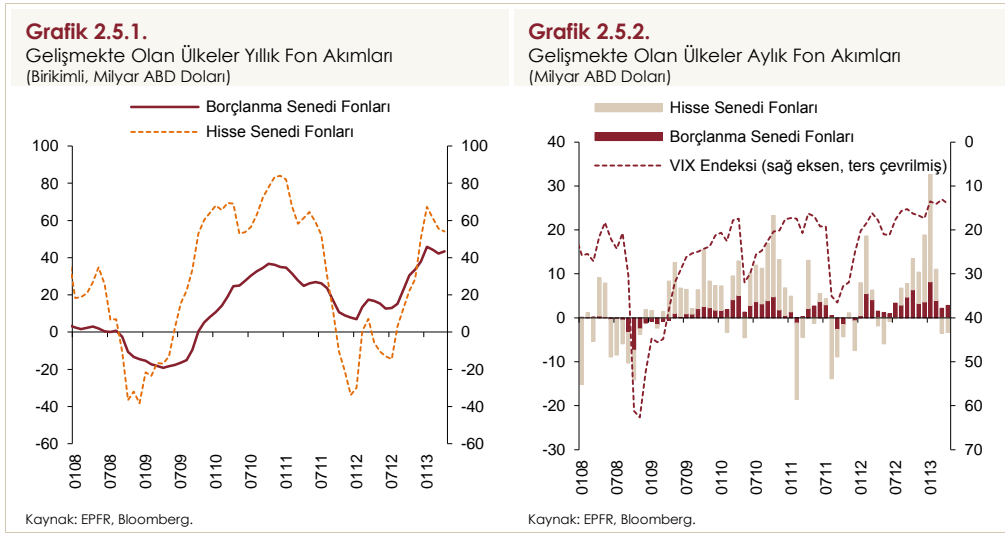


Yılın ilk çeyreğinde, başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarına ilgi artmış, bu dönemde gelişmiş ülkeler MSCI endeksi artış gösterirken, gelişmekte olan ülkeler MSCI endeksinde belirgin bir gerileme görülmüştür (Grafik 2.4.7). Aynı dönemde, gelişmekte olan ülke borçlanma senetlerine ait getiri endekslerinde ise artış gözlenmiştir (Grafik 2.4.8).



2.5. Sermaye Akımları

2012 yılının son çeyreğinde hızlanma eğilimine giren gelişmekte olan ülke sermaye akımları, 2013 yılı Ocak ayında ivmelenmiş, ancak takip eden aylarda, küresel risk iştahının görece yüksek seviyesine karşın, yavaşlamıştır (Grafik 2.5.1). Gerek hisse senedi, gerekse borçlanma senedi piyasalarına girişlerin güçlü seyrettiği Ocak ayını takiben, sermaye akımları gerilemiş, Mart ve Nisan aylarında borçlanma senedi piyasalarına yönelen fon miktarı belirgin biçimde azalırken, hisse senedi piyasalarından çıkışlar gözlenmiştir (Grafik 2.5.2).



Çeyreklik bazda incelendiğinde, hem portföy dağılımı bazında, hem de bölgesel dağılım bazında sermaye akımlarının kompozisyonu yılın ilk çeyreğinde, önceki çeyreğe kıyasla değişmemiştir (Tablo 2.5.1). Uluslararası yatırımcılar, ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarına yönelen fonları tercih ederken, bölgeler itibarıyla en çok yatırımcı çeken ülke grubu yükselen Asya ülkeleri olarak kalmaya devam etmiştir. Ancak, her ne kadar yılın ilk çeyreğinde, gelişmekte olan ülkelere geçen çeyrekteki ile aynı miktarda giriş gözlenmiş olsa da, sermaye akımlarının oynaklığının arttığı değerlendirilmektedir.

Tablo 2.5.1.

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

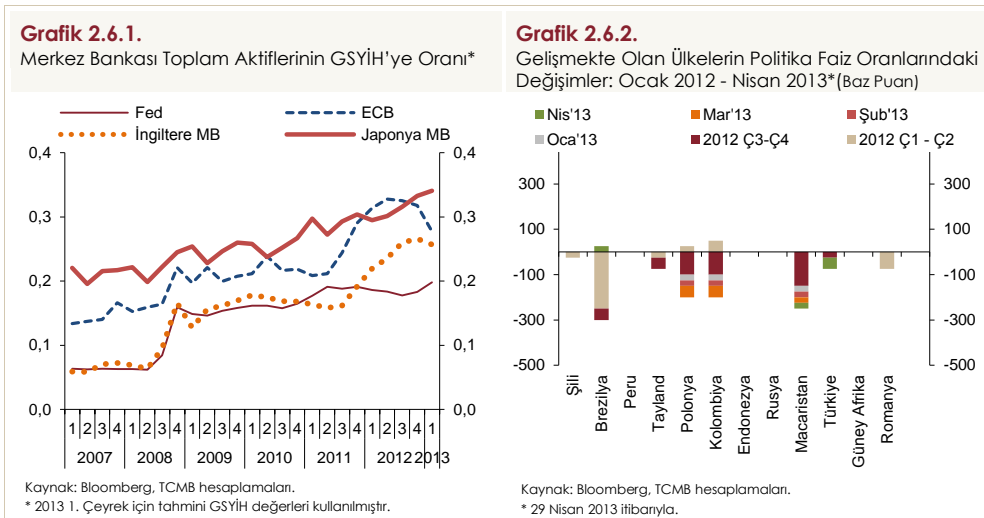
		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları	Yükselen Asya	Yükselen Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2012	1.Çeyrek	32,4	21,2	11,2	14,7	5,7	9,3	2,7
	2.Çeyrek	-3,5	-7,8	4,3	-4,0	0,0	0,2	0,3
	3.Çeyrek	19,2	7,0	12,1	6,2	4,5	6,8	1,7
	4.Çeyrek	42,8	27,9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

Kaynak: EPFR.

Japonya'nın uygulamaya koyduğu yeni miktarsal genişleme politikası, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını hızlandırabilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, gerek sermaye akımlarındaki olası güçlü seyir ve gerekse oynaklık artışına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrara yönelik risklerin önümüzdeki dönemde canlı kalmaya devam edeceği düşünülmektedir.

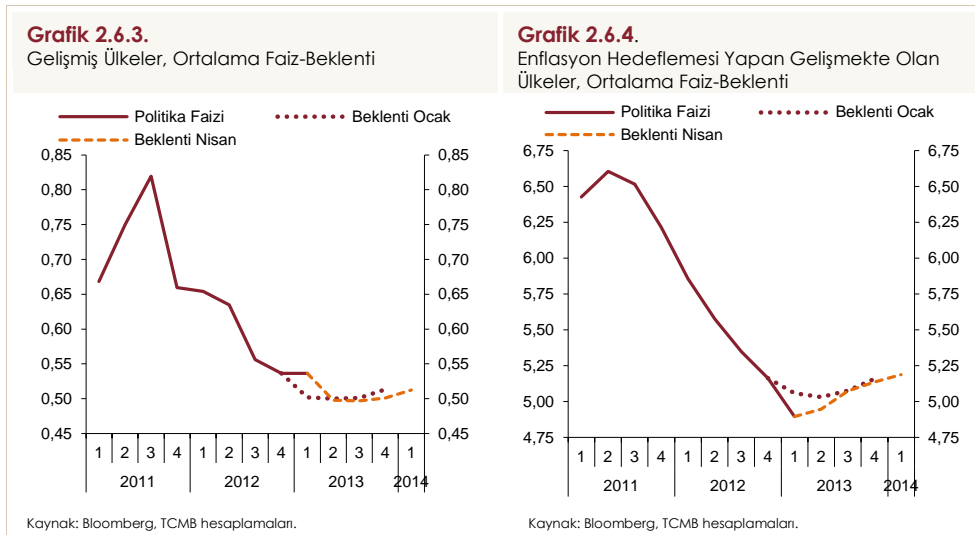
2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2013 yılının ilk çeyreğinde para politikası uygulamaları, olumsuz seyreden küresel büyüme görünümüne paralel olarak, gevşeme yönünde olmuştur. Söz konusu dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde belirgin bir farklılaşma olmuş, politika faizleri gelişmekte olan ülkelere hızla düşmeye devam ederken gelişmiş ülkelere durağan bir görüntü arz etmiştir. 2012 yılının son çeyreğinde faiz indirimine giden İsveç, Güney Kore, Çek Cumhuriyeti, İsrail ve Avustralya gibi ülkeler, halen hareket alanına sahip olmalarına karşın, yılın ilk çeyreğinde politika faizlerini sabit tutmayı tercih etmişlerdir. Faiz indirimi konusunda pek fazla hareket alanı olmayan dört büyük merkez bankasından Fed ve Japonya merkez bankaları parasal genişlemeye devam etmiş, Euro Bölgesi ve İngiltere'de ise varlık alımları yavaşlamış ve merkez bankası toplam aktifleri ve GSYİH içindeki payı 2012 yılı sonuna göre gerilemiştir (Grafik 2.6.1). Ayrıca, yılın ilk dört ayında, gelişmekte olan ülkelere Hindistan, Meksika ve Türkiye 50, Macaristan 100, Polonya ve Kolombiya 100'er baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir. Ne var ki, enflasyon oranının yüzde 6,5'in üzerine çıkmasına bağlı olarak, Brezilya Merkez Bankası Nisan ayı toplantısında politika faizini 25 baz puan artırmıştır (Grafik 2.6.2).



Gelişmiş ülkeler para politikası uygulamalarına bakıldığında, Fed'in üçüncü parasal genişleme paketi ile açıkladığı tahvil alımlarını sürdürdüğü ve parasal genişlemeyi devam ettirdiği görülmektedir. ABD büyümesinde kısmi bir toparlanma olmasına rağmen Fed öngörülerini geçtiğimiz dönemde telaffuz edilen yüzde 6,5'lik işsizlik oranına 2014 yılı son çeyreğinden önce ulaşamayacağı ve para politikasının bir süre daha gevşek devam edeceği yönündedir. Japonya ise ekonomiyi tekrar büyüme patikasına sokabilmek adına genişletici maliye ve para politikası uygulamaları içeren yeni bir paketi Nisan ayı başında uygulamaya koymuştur. Bu paket çerçevesinde daha önce açıklanan paketin öngördüğü aylık 3,8 trilyon yen tutarındaki tahvil alımları 7,5 trilyon yene (yaklaşık 75 milyar ABD doları) yükseltilmiştir. Japonya Merkez Bankası yüzde 2'lik enflasyon hedefine ulaşılması için kararlı olduğunu ve para tabanını iki yıl içerisinde iki katına çıkaracağını ortaya koymuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde ise politika faizlerinin düşmeye devam ettiği gözlenmiş, enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerden GSYİH ağırlıklı olarak oluşturulan ortalama politika faizinde, 2013 ilk çeyreği sonunda 2012 yılı sonuna göre 27 baz puanlık bir gerileme meydana gelmiştir. İndirim yapan merkez bankaları genel olarak bu indirimleri ekonomik aktivitedeki yavaşlığa bağlamışlar, yapılan indirimlerin enflasyon hedefleriyle tutarlı olduğu yolunda açıklamalar yapmışlardır.



2013 yılı Nisan ayı itibarıyla gelişmiş ülkelerde ortalama politika faizinin Ocak ayında öngörülen düzeye gerilemediği görülmüş bu gelişmede, geçtiğimiz dönemde olduğu gibi, bir kez daha ECB'nin beklenen faiz indirimini yapmamış

olması etkili olmuştur (Grafik 2.6.3). Buna karşın, ECB'nin 25 baz puanlık indirimi 2013 yılı ikinci çeyreğinde yapacağına yönelik tahminler Nisan ayında da geçerliliğini korumaktadır. Gelişmekte olan ülkeler içinse ortalama politika faizindeki düşüşün Ocak ayında beklenenin oldukça üzerinde gerçekleştiği görülmüştür (Grafik 2.6.4). Nisan ayı beklentileri bu hızlı düşüşle birlikte gelişmekte olan ülkelerde para politikasındaki gevşemenin sonuna gelindiği yönündedir. Söz konusu ülkeler için hem tüketici enflasyonunun hem de çekirdek enflasyon göstergelerinin son aylarda yükseliş eğilimine girmiş olması, ekonomik büyümeyi destekleme amaçlı faiz indirimlerinin önümüzdeki dönemde devam ettirilmesini güçleştirmektedir. Nitekim beklentiler de yılın ikinci çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelerde ortalama politika faizinin yükseliş eğiliminde olacağına işaret etmektedir. Son olarak, Ocak ayı ile karşılaştırıldığında 2013 yılı sonu için beklentilerin Nisan ayında her iki ülke grubu için fazla değişmediği, yalnızca yılın ilk çeyreğindeki sapma ayarlanarak aynı patikada devam ettiği görülmektedir.

Kutu
2.1

İhracat Ağırlıklı Küresel PMI Endeksi ve Büyüme Eşiği

Satın alma yöneticileri endeksi (PMI), bir ülkedeki veya sektördeki iktisadi faaliyetin bir önceki aya kıyasla nasıl değiştiği hakkında niteliksel bilgi içeren ve aylık yayınlanan önemli bir göstergedir. Ülkeler ölçeğinde bakıldığında, PMI, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla büyümesi için erken açıklanan bir öncü gösterge olma özelliği taşımaktadır. Bu kutuda, Türkiye için hesaplanan ihracat ağırlıklı küresel büyüme oranlarını (Bakınız Enflasyon Raporu 2010-II, Kutu 2.1) önceleyecek yeni bir küresel PMI serisi oluşturulmakta ve bu seri için büyüme eşik değeri, diğer bir ifadeyle yüzde 0 büyüme oranına karşılık gelen PMI rakamı, hesaplanmaktadır.

PMI rakamları, firmaların satın alma yöneticilerine düzenlenen aylık bir anketin sonuçlarına göre hesaplanmaktadır.¹ Kullanılan hesaplama yöntemine göre, bütün katılımcıların işlerinin bir önceki aya göre değişmediği cevabını verdiği bir ankette, PMI değeri 50 olarak bulunacaktır. Bu nedenle 50, kuramsal büyüme eşiği veya nötr seviye olarak da adlandırılmaktadır. Tanım gereği, kuramsal büyüme eşiğinin üzerindeki bir PMI değeri ekonomideki büyümeye, altındaki bir değer ise daralmaya işaret edecektir. Buradan hareketle, bu çalışmada, Koenig (2002) tarafından kullanılan bir regresyon denklemi yardımıyla yüzde 0 büyüme oranına karşılık gelen PMI değeri, büyüme eşiği, tahmin edilmekte ve kuramsal büyüme eşiği ile karşılaştırılmaktadır.

İhracat ağırlıklı küresel büyüme hesaplamasına dahil edilen ülkelerin reel GSYİH verileri Bloomberg'ten alınmaktadır (Hesaplama yöntemi için Enflasyon Raporu 2010-II, Kutu 2.1'e bakınız.). Ülkelerin GSYİH verileri mevsimsellikten arındırılmış ve çeyreklik frekanstadır. Öte yandan, ihracat ağırlıklı küresel PMI hesaplamasına, Markit tarafından PMI verisi yayınlanan ve Türkiye'nin ihracat yaptığı toplam 34 ülke dahil edilmektedir.² Türkiye'nin bu ülkelere yaptığı ihracat için TÜİK verileri kullanılmaktadır. İhracat ve PMI rakamları, orijinal frekansları aylık olduğu için çeyrekliğe dönüştürülmektedir. Çeyreklik PMI'lar aylık PMI'ların basit aritmetik ortalaması olarak hesaplanmaktadır. Yapılan analizler, 1999-2012 yıllarını kapsamaktadır.

¹ Ankette katılımcılara işlerinin bir önceki aya göre nasıl olduğu sorulmakta ve "daha iyi", "daha kötü", ve "değişmedi" cevaplarından birini seçmeleri istenmektedir. Daha sonra, toplam katılımcı sayısı 100'lük ölçeğe çevrilmekte ve buna göre her bir cevabı veren katılımcı oranı hesaplanmaktadır. "Daha iyi" cevabını verenlerin ağırlığı 1, "değişmedi" cevabını verenlerin ağırlığı 0,5 ve "daha kötü" cevabını verenlerin ağırlığı da 0 olacak şekilde bir endeks değeri hesaplanmaktadır.

² Bu ülkelerin Türkiye ihracatındaki toplam payı yüzde 60'lar civarındadır.

Markit her ülke ve o ülkedeki değişik sektörler için kapsam olarak farklı PMI rakamları yayınlamaktadır. Amaç her ülkenin GSYİH'si için en iyi öncü göstergeyi seçmek olduğundan, en geniş kapsamlı PMI serisi tercih edilmekte ve eğer herhangi bir dönem için bu endeks değeri mevcut değilse, onun yerine ikinci en kapsamlı seri kullanılmaktadır. Örneğin, bir ülkenin bileşik PMI serisi 2007 yılında başlıyorsa, sonraki dönemler için bileşik endeks, önceki dönemler için ise imalat sanayi PMI'ı kullanılmaktadır. GSYİH büyümelerini en iyi önceleyecek PMI serileri kullanılarak, ihracat ağırlıklı küresel PMI, P_t ,

$$P_t = \sum_{i=1}^n w_{i,t-1} P_{i,t}$$

denklemleri ile hesaplanmaktadır. Bu denklemde, $P_{i,t}$ i ülkesinin t dönemindeki PMI değerini, $w_{i,t-1}$ ise i ülkesinin t-1 zamanında Türkiye ihracatındaki payını ifade etmektedir.

İhracat ağırlıklı küresel PMI ve küresel büyüme rakamları kuramsal büyüme eşiği ile birlikte Grafik 1'de çizdirilmektedir.³ Grafik incelendiğinde, PMI'nın kuramsal eşiğin üzerinde (altında) ve küresel büyümenin sıfırın altında (üzerinde) olduğu durumların çokluğu dikkat çekmektedir.⁴ Bu durum, gerçek büyüme eşiğinin başka bir seviyede olabileceği ihtimalini güçlendirmektedir. Bu nedenle, ihracat ağırlıklı küresel büyümenin, g_t , bağımlı değişken ve ihracat ağırlıklı küresel PMI'nın, P_t , açıklayıcı değişken olduğu;

$$g_t = 0,001 (P_t - 47,540) \quad R^2 = 0,736$$

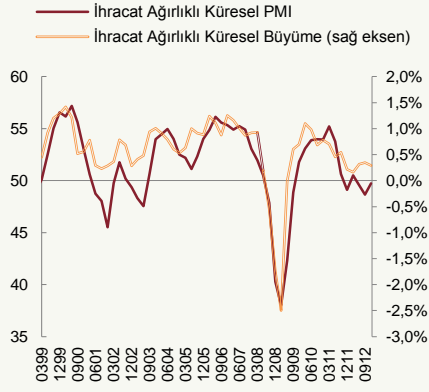
$$(12,3) \quad (104,2) \quad S.E. = 0,003$$

basit regresyon denklemi tahmin edilmektedir. İlgili t-istatistikleri parantez içerisinde gösterilmektedir. Bu denkleme göre, ihracat ağırlıklı küresel PMI değerindeki her 1 puanlık artış, ihracat ağırlıklı küresel büyümede 0,1 yüzde puanlık artışa karşılık gelmektedir.

³ İki seri arasındaki ilişim katsayısı 0,86 olarak bulunmuştur.

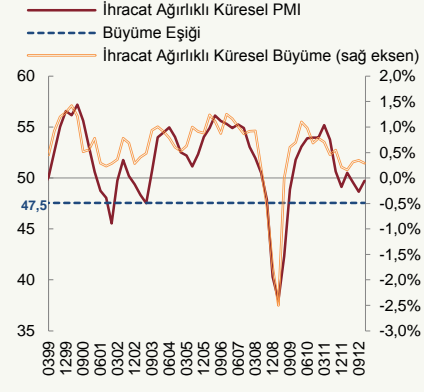
⁴ Bu şekilde toplam 14 gözlemin olduğu görülmektedir. Örneğin, son üç dönemde, PMI doğal büyüme eşiğinin altında kalmakta fakat buna rağmen küresel büyüme devam etmektedir.

Grafik 1. Türkiye için İhracat Ağırlıklı PMI ve Kuramsal Büyüme Eşiği (50)
(Çeyreklik Frekans, Büyüme Rakamları Çeyrekten Çeyreyedir)



Kaynak: Markit, TCMB.

Grafik 2. Türkiye için İhracat Ağırlıklı PMI ve Hesaplanan Büyüme Eşiği
(Çeyreklik Frekans, Büyüme Rakamları Çeyrekten Çeyreyedir)



Kaynak: Markit, TCMB.

Tahmin denkleminde göre, yüzde 0'lık büyüme oranına karşılık gelen PMI değeri, hesaplanan büyüme eşiği, kuramsal büyüme eşiğinin yaklaşık 2,5 puan altında kalmaktadır. Grafik 2'de, PMI ve büyüme rakamları ile birlikte bu eşik değeri de çizdirilmektedir. Grafikten de görüleceği üzere, PMI'ların hesaplanan eşik değerine göre ima ettiği büyüme oranları ile gerçekleşen büyüme oranları büyük oranda örtüşmektedir. Diğer bir ifadeyle, kuramsal büyüme eşiği kullanıldığında 14 gözlemlerde uyumsuzluk olduğu görülürken, hesaplanan büyüme oranları ile bu rakamın 3'e gerilediği gözlenmektedir. Bu nedenle, büyümenin yönüne ilişkin beklentiler oluşturulurken kuramsal büyüme eşiği yerine hesaplanan büyüme eşiğinin kullanılmasının daha doğru olacağı değerlendirilmektedir.

Özetle, Türkiye ihracatı açısından önemli bir gösterge olan ihracat ağırlıklı küresel büyüme verisi için öncü nitelikte küresel bir PMI serisi oluşturulmakta ve bu seri için büyüme eşiği tahmin edilmektedir. Bulgular, hesaplanan büyüme eşiğinin kuramsal büyüme eşiği olan 50'ye kıyasla, büyümenin yönüne ilişkin daha başarılı tahminler ürettiğini göstermekte, dolayısıyla değerlendirmelerde göz önünde bulundurulması gerektiği düşünülmektedir.

Kaynakça

Koenig, E. F. (2002), "Using the Purchasing Managers' Index to Assess the Economy's Strength and Likely Direction of Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Policy Review, Vol: 1, No: 6.

