

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel finansal krizden bu yana oldukça sınırlı bir toparlanma kaydeden küresel büyüme, yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 3 civarında seyretmeye devam etmiştir. Yılın son çeyreğinde, küresel büyümenin önümüzdeki dönem görünümüne ilişkin belirsizlik, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, daha da yükselmiştir. İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkmasına (Brexit) ilişkin süreç ve bunun küresel ekonomi üzerindeki olası etkileri belirsizliğini korumaya devam ederken; ABD seçimlerinin sonucu ABD ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliği artırmıştır. Bu iki gelişmenin, yayılma etkisiyle, diğer ülkelerde de benzer politika yaklaşımlarını tetikleme ihtimali, önümüzdeki dönem küresel ekonomi politikalarının seyrini açısından belirleyici olacaktır.

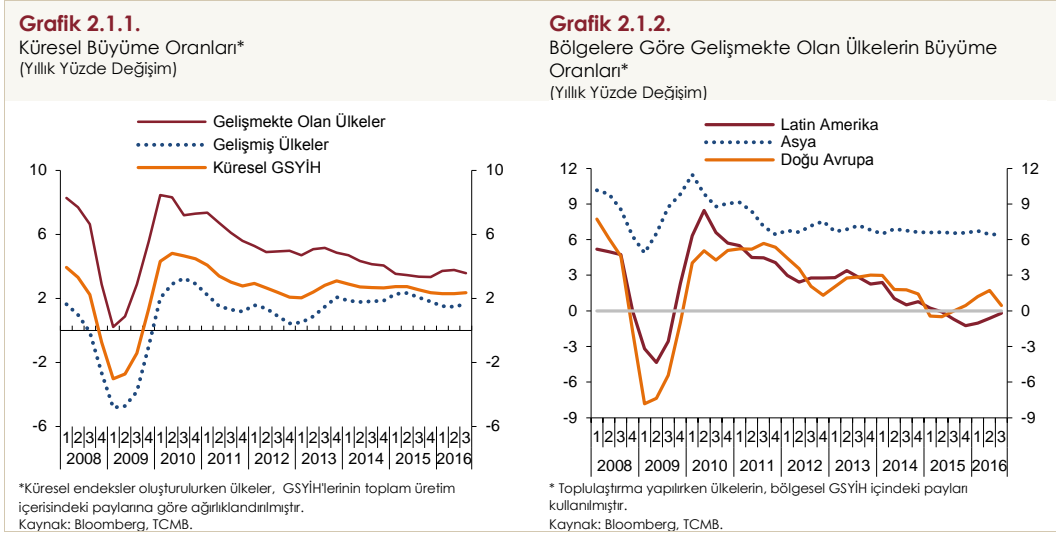
Küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizliğin çeşitli kanallardan etkili olması muhtemeldir (Kutu 2.1). Halihazırda, söz konusu aktarım kanallarının küresel ekonomi üzerindeki nihai etkilerini kestirmek güç olmakla birlikte, son dönem gelişmelerin ilk yansımaları küresel finansal piyasalarda gözlenmiş; yılın son çeyreğinde, faiz oranlarının arttığı ve varlıkların yeniden fiyatlandırıldığı görülmüştür. Gelişmiş ülkelerde uzun vadeli tahvil faizleri belirgin ölçüde yükselmiş, buna paralel olarak gelişmekte olan ülkelerde de getiri eğrileri dikleşmiş ve yukarı doğru kaymıştır. Söz konusu gelişmede, ABD seçimleri sonrası Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) daha sıkı bir para politikası izleyeceğine dair algıların güçlenmiş olması ve beklentiler paralelinde Aralık ayında politika faizlerini artırmış olması belirleyici olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde artan faiz oranlarına paralel olarak, yılın son çeyreğinde, gelişmekte olan ülkelere yükü portföy çıkışları gerçekleşmiş ve yerel para birimleri değer kaybetmiştir. Bu gelişmelerin, özellikle gelişmekte olan ülkelere finansal istikrar açısından risk oluşturabileceği değerlendirilmektedir.

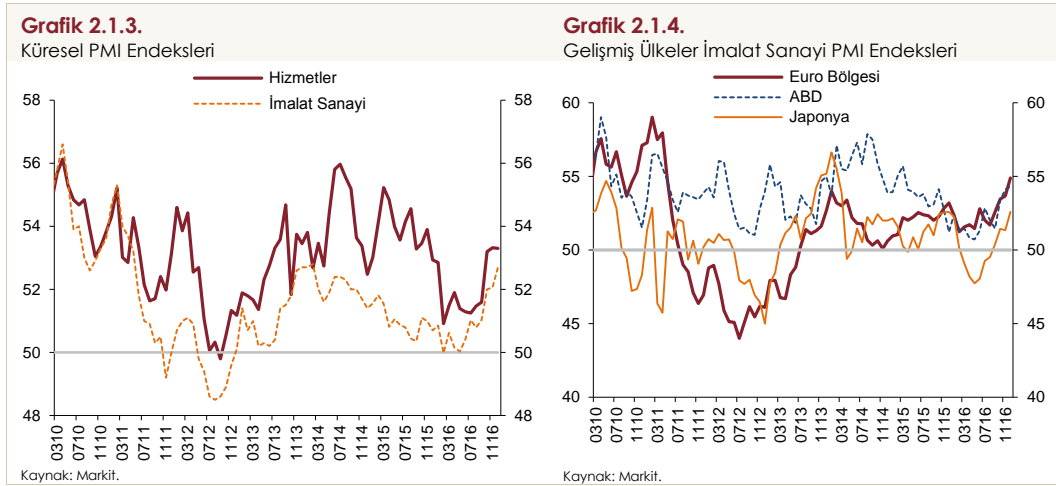
Küresel ekonominin içinde bulunduğu düşük büyüme tuzağından çıkabilmesi için, halihazırda yürütülen destekleyici para politikalarının yanı sıra maliye politikalarının da etkin kullanımı önem kazanmaktadır. Öngörüldüğü üzere, Trump yönetiminin, yurt içi yatırım ve tüketimi canlandırarak genişlemeci bir maliye politikası uygulaması halinde, ilerleyen dönemde güçlü seyredecek ABD büyümesinin küresel ekonomi üzerinde olumlu yansımaları olacaktır. Benzer şekilde, diğer gelişmiş ülkelerin de genişlemeci maliye politikaları izlemeleri ve Çin'de uygulanan mali teşvik paketleri de küresel ekonomi üzerinde olumlu etki yaratabilecektir. Öte yandan, dış ticaret üzerinde korumacılık eğilimlerinin artması, halihazırda zayıf seyreden küresel ticaret hacmi ve dolayısıyla küresel büyüme üzerinde ciddi bir aşağı yönlü risk oluşturarak, genişlemeci maliye politikalarının olumlu etkilerini ortadan kaldıracaktır. Bu bağlamda, düşük büyüme patikasıyla çıkabilmek için, kısa vadede toplam talebi uyaracak, uzun vadede ise potansiyel büyümeyi artıracak makroekonomi politikalarının bir arada ve etkin kullanımı önem arz etmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

2016 yılının üçüncü çeyreğinde küresel ekonomi olumlu bir büyüme görünümü sergilemiş; büyüme hızı gelişmiş ülkelerde artarken, gelişmekte olan ülkelere yavaşlamıştır (Grafik 2.1.1). Gelişmiş ülkeler grubunda, ABD, Euro Bölgesi, İngiltere ve Japonya ekonomilerinin büyüme hızları yükselmiştir. Özellikle ABD ve İngiltere'nin bu dönemde önceki dönemlere kıyasla daha güçlü büyüme performansı sergiledikleri görülmektedir.

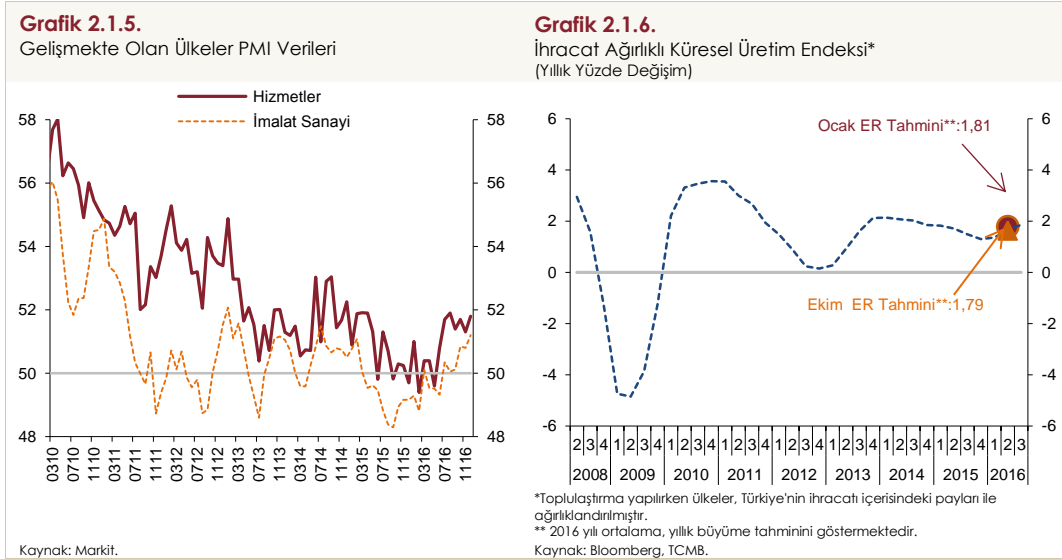


2016 yılının üçüncü çeyreğinde, Çin ve Hindistan haricindeki gelişmekte olan ülkelerin olumsuz büyüme performansı, söz konusu ülke grubu büyümesindeki yavaşlamada önemli rol oynamıştır. Anılan dönemde, Rusya ve Brezilya'da hız kaybetmekle birlikte devam eden resesyon; Romanya, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti gibi Doğu Avrupa ülkelerindeki ekonomik yavaşlama ve Türkiye ekonomisinde yaşanan daralma gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızını aşağı çeken faktörler olmuştur. Diğer taraftan, söz konusu dönemde, gelişmekte olan Asya ülkeleri büyümesi yatay seyrini korumuş; Doğu Avrupa Bölgesi'ne ilişkin büyüme hızı belirgin bir şekilde gerilemiş; Latin Amerika'da ise büyüme hızı bir önceki çeyreğe göre daha olumlu gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.2).



2016 yılının son çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, önceki dönemlere göre daha olumlu bir iktisadi faaliyet büyümesine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3 ve Grafik 2.1.4). PMI, diğer öncü makroekonomik göstergeler ile birlikte değerlendirildiğinde, ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'nın büyüme hızının, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde, bir önceki döneme kıyasla daha yüksek gerçekleşmesi beklenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI verileri, 2016 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre imalat sanayi için yükselirken, hizmetler sektörü için yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde imalat sanayi PMI verileri bir önceki döneme göre, Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Rusya gibi Doğu Avrupa ülkelerinde belirgin bir şekilde yükselmiştir. Anılan dönemde enerji fiyatlarında yaşanan artışın, önemli bir enerji ihracatçısı olan Rusya'nın ekonomik büyümesini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Buna karşın, Meksika başta olmak üzere, Latin Amerika bölgesindeki ülkelerin imalat sanayi PMI değerlerinin, Aralık ayında daha belirgin olmak üzere, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde bozulduğu gözlenmektedir. Dolayısıyla, Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızının, son çeyrekte daha düşük gerçekleşmesi beklenmektedir. Seçim kampanyası boyunca dış ticarete korumacı politikalar uygulayacağına işaret eden Trump'ın ABD başkanı seçilmesi, Fed'in Aralık ayında faiz artırması ve bunların akabinde gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının hızlanması, Latin Amerika ülkelerinin büyüme performansını olumsuz etkileyen faktörler olmuştur. Diğer taraftan, 2016 yılının son çeyreğinde, Çin'e ait imalat sanayi PMI göstergesi önceki döneme göre yükselirken, Hindistan'da ise bir farklılaşma olmamıştır. Bu dönemde, Çin ekonomisi yıllık yüzde 6,8 oranında büyüyerek, önceki çeyrek büyüme hızının az da olsa üzerine çıkmıştır. Bu nedenle, Asya ülkelerinin 2016 yılının son çeyreğinde, bir önceki döneme kıyasla sınırlı da olsa daha olumlu bir büyüme performansı sergileyeceği beklenmektedir.



Bu gelişmeler ışığında, küresel iktisadi faaliyetin, 2016 yılının son çeyreğinde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak hızlanacağı ve büyüme hızının bir önceki dönem değerinin üzerinde gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir. Anılan dönemde, gelişmekte olan ülkelerin küresel büyümeye katkısı daha sınırlı olacaktır. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2016 ve 2017 yıl sonlarına ilişkin küresel büyüme tahminleri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre değişmemiştir (Tablo 2.1.1). Gelişmiş ülkeler grubunda, ABD, İngiltere ve Japonya için tahminler yukarı yönlü güncellenirken, Euro Bölgesi'nde sadece 2017 yıl sonu tahmininde sınırlı bir yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise, büyüme tahminleri geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla, Latin Amerika bölgesi ve Hindistan için aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2016

Yılına ilişkin büyüme hızı, Ekim Enflasyon Raporu'ndan belirgin ölçüde farklılaşmamıştır (Grafik 2.1.6). Dolayısıyla, Türkiye'nin dış talep görünümünün geçtiğimiz yılın son çeyreğinde yatay seyrettiğini söylemek mümkündür.

Tablo 2.1.1.
2016 ve 2017 Yılı Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

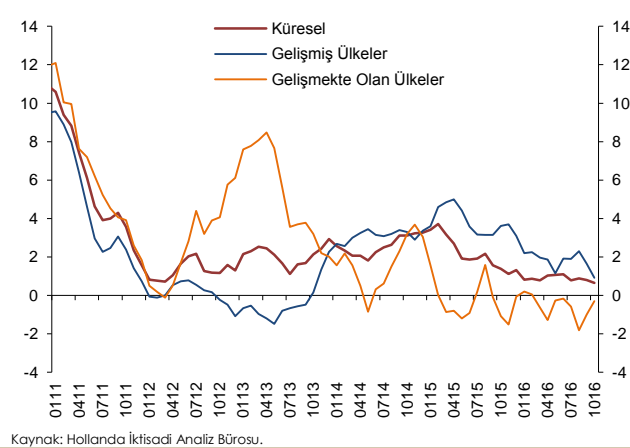
	Ekim		Ocak	
	2016	2017	2016	2017
Dünya	2,5	2,8	2,5	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,5	2,2	1,6	2,3
Euro Bölgesi	1,6	1,3	1,6	1,4
Almanya	1,8	1,3	1,8	1,3
Fransa	1,3	1,2	1,2	1,3
İtalya	0,8	0,7	0,9	0,7
İspanya	3,1	2,1	3,2	2,4
Japonya	0,6	0,9	0,9	1,1
İngiltere	1,9	0,9	2,0	1,4
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	5,7	5,6	5,7	5,6
Çin	6,6	6,3	6,7	6,4
Hindistan	7,6	7,7	6,8	7,5
Latin Amerika	-0,3	2,1	-0,5	1,7
Brezilya	-3,2	1,2	-3,4	0,7
Doğu Avrupa	1,5	2,3	1,3	2,2
Rusya	-0,6	1,2	-0,6	1,1

Kaynak: Consensus Forecasts.

Küresel ticaretin büyüme hızı, finansal krizden bugüne oldukça sınırlı bir toparlanma kaydeden küresel iktisadi faaliyete ve zayıf seyreden yatırımlara paralel olarak oldukça düşük düzeylerde seyretmeye devam etmektedir (Grafik 2.1.7). Küresel ticaretin en önemli aktörlerinden olan Çin ekonomisinde, 2011 yılından bu yana devam eden yatırım odaklı büyüme modelinden tüketim odaklı büyüme modeline geçiş süreci de küresel ticaretin söz konusu zayıf seyri üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Buna ek olarak, son dönemde, özellikle gelişmiş ülkelerde, dış ticarete korumacı önlemlerin yaygınlaşması, küresel ticaretin toparlanmasının önündeki en önemli engellerden biri olarak değerlendirilmektedir.

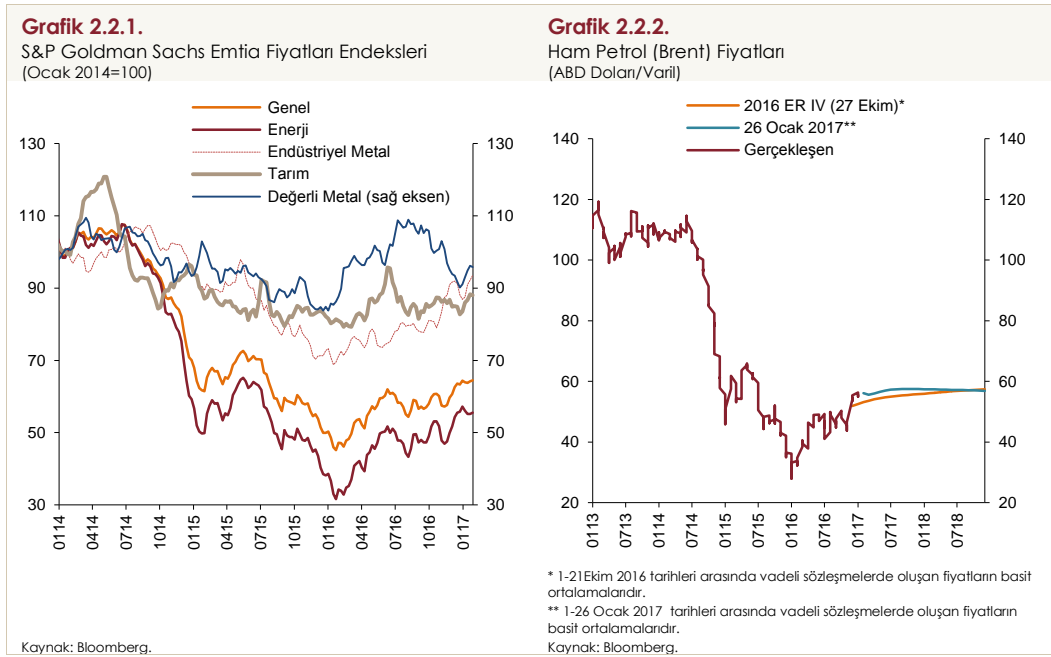
Grafik 2.1.7.

Ticaret Hacmi Endeksi
(Reel, Yıllık Yüzde Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları genel endeksi 2016 yılının son çeyreğinde, yukarı yönlü bir eğilim sergilemiş; enerji ve endüstriyel metal endeksleri, sırasıyla, yüzde 9,8 ve 8,9 oranında gözlenen yükselişlerle bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 5,7 oranında artmıştır. Çin'de inşaat sektöründe gözlenen talep artışı ve ABD'de seçim sonrasında altyapı yatırımlarının güçleneceği beklentisi, endüstriyel metal fiyatlarındaki yükselişte belirleyici rol oynamıştır. Söz konusu dönemde enerji fiyatlarındaki artış ise Kasım ayı sonunda yapılan OPEC toplantısını takiben yükselen ham petrol fiyatlarından kaynaklanmıştır. Bununla birlikte, 2016 yılında rekor seviyelerdeki hasat artışlarıyla yaz aylarında gerileyen küresel tarım fiyatları, yılın son çeyreğinde hava koşullarındaki olumsuzluklara karşı yüksek stok seviyelerine bağlı olarak yatay bir seyir izlemiştir. ABD'de seçim sonrasında ekonomiyi canlandırmaya yönelik politikaların uygulanacağına ilişkin beklentilerin artmasının yanı sıra, Fed'in Aralık ayındaki faiz artışı ve önümüzdeki döneme ilişkin olarak daha sıkı bir para politikası izleyeceği sinyalinin güçlenmesi, altın fiyatlarında özellikle yıl sonuna doğru belirgin bir düşüşe neden olmuştur. Bu bağlamda, değerli metal endeksi yılın son çeyreğinde bir önceki döneme göre yüzde 9,4 oranında gerilemiştir (Grafik 2.2.1).

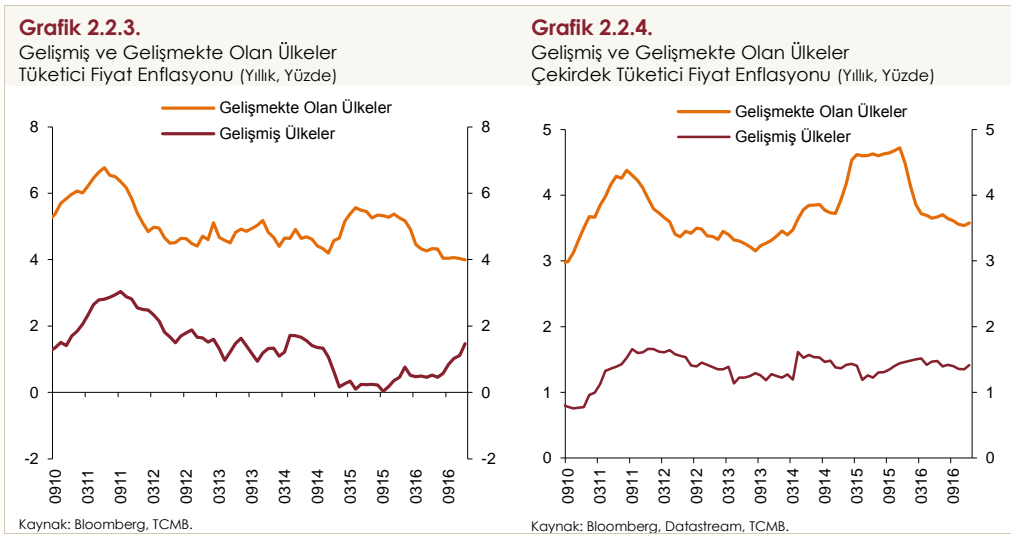


OPEC, 30 Kasım 2016 tarihinde yaptığı olağan toplantısında, petrol piyasasını daha dengeli bir noktaya getirmek amacıyla üretim seviyesini kısma kararı almış ve kararın Ocak 2017'den itibaren uygulamaya koyulacağını açıklamıştır. OPEC üyesi 14 ülkenin kararı onaylamasına ek olarak, Rusya başta olmak üzere, OPEC üyesi olmayan petrol ihracatçısı ülkelerden de karara destek gelmesi, toplantının ardından petrol fiyatlarının yükselmesine yol açmıştır. 2016 yılının üçüncü çeyreğinde 40-50 ABD doları bandında seyreden ham petrol fiyatları, yılın son çeyreğinde, 50 ABD doları seviyesinin üzerine çıkmıştır. 26 Ocak 2017 itibarıyla Brent tipi ham petrolün varil fiyatı 55,5 ABD dolarıdır. Bu çerçevede, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde ortalama 55,8 ABD dolarından işlem gören Aralık 2017 vadeli Brent tipi ham petrol kontratı, 26 Ocak itibarıyla ortalama 57,4 ABD dolarından işlem görmüştür (Grafik 2.2.2). Ancak, önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyat artışının devam etmeyebileceğine işaret eden, gerek arz gerekse talep yönlü riskler bulunmaktadır.

OPEC kararı ilk etapta, sadece 2017 yılının ilk yarısı için alınmış olup gerektiği takdirde bir altı ay daha uzatılması karara bağlanmıştır. Üretimde öngörülen düşüşün büyük kısmı, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri ve Kuveyt tarafından gerçekleştirilecektir. Suudi Arabistan, piyasadaki dengelerin düzelmesine yardımcı olmak için üzerinde anlaşılan miktarın da ötesinde bir üretim kısıtlamasına gidebileceğini belirtmiştir. Öte yandan, Libya, Nijerya ve İran bu karardan muaf tutulmuştur. Bununla birlikte, tarihsel olarak bakıldığında, OPEC ülkelerinin genellikle kotaya riayet etmedikleri ve daha çok kendi mali dengelerini gözeterek kota üzerinde üretim yapmaya devam ettikleri bilinmektedir. Ayrıca, ham petrol fiyatlarındaki belirgin düşüş sonrasında kaya petrolü sektöründe sağlanan teknolojik ilerleme ile maliyetlerini oldukça düşüren ABD'de, kaya petrolü üretimi artmaya devam etmektedir. Nitekim 2016 yılı Mayıs ayında en düşük seviyesine gerileyen sondaj kulesi sayısı, petrol fiyatlarının yükselmeye başlamasıyla birlikte toparlanmış ve yıl sonu itibarıyla yüzde 50 oranında artış göstermiştir.

Ham petrol piyasasındaki talep yönlü gelişmelere bakıldığında, Uluslararası Enerji Ajansı'nın 2017 yılı talep artışına ilişkin tahminlerini değiştirmedeği görülmektedir. Özellikle, Çin ve Hindistan'ın 2017 yılına ilişkin talep artışları oldukça muhafazakar seviyelerde tutulmuştur. 2017 yılında gelişmiş ülkelerde dış ticarete yönelik korumacı politikaların artarak küresel ticareti daha da yavaşlatması durumunda ham petrol talebinde düşüş olması da olasılık dahilinde görülmektedir. Nitekim, Aralık 2017 ve Aralık 2018 vadeli Brent tipi ham petrol kontratları da yatay seyretmektedir (Grafik 2.2.2). Özetle, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalabileceği ve Kasım ayı OPEC toplantısı sonrası fiyatlarda gözlenen yukarı yönlü hareketin sürekli olmayabileceği değerlendirilmektedir.

Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, manşet enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde artarken gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.3). Söz konusu dönemde, çekirdek enflasyon oranları gelişmiş ülke grubunda sınırlı bir artış gösterirken, gelişmekte olan ülke grubunda sınırlı bir gerileme kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, bir önceki Rapor dönemine göre gerek gelişmiş ülkeler gerekse gelişmekte olan ülkeler grubunda yukarı yönlü güncellemeler gözlenmektedir (Tablo 2.2.1).



Gelişmiş ülkeler tarafında, dördüncü çeyrekte enflasyon oranında görülen artış, daha olumlu seyreden iktisadi faaliyet görünümü ve yükselen petrol fiyatlarından kaynaklanmıştır. ABD doları, geçtiğimiz yılın Kasım ayındaki ABD seçimleri sonrasında uygulanması planlanan genişlemeci ekonomi politikaları ve Fed'in politika adımlarına ilişkin beklentiler paralelinde değer kazanma eğilimi sergilemiştir. Önümüzdeki dönemde, enerji fiyatlarındaki ılımlı artışa paralel olarak Euro Bölgesi enflasyon oranlarında da sınırlı bir artış gözlenebilecek iken; Japonya'da orta vadede enflasyonun bir süre daha hedefin altında kalması beklenmektedir. Öte yandan, Brexit referandumu sonrası İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizlikler nedeniyle İngiliz sterlininin değer kaybetmesi sonucu, 2017 ve 2018'de İngiltere'de enflasyonun, hedef olan yüzde 2'nin üzerinde kalacağı, takip eden dönemde ise hedefe yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek unsurlar, petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarındaki olası yükselişler, ABD'de yakın dönemde uygulanacak genişlemeci ekonomi politikaları, Fed'in faiz kararlarına ilişkin beklentilere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları ve küresel ölçekte dış ticarete ilişkin kısıtlayıcı kararlar olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.
2017 Yılı Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

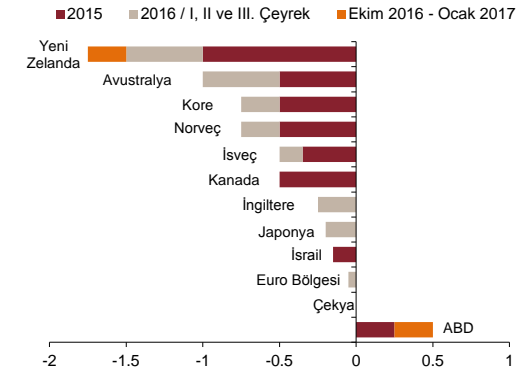
	Ekim 2016	Ocak 2017
Dünya	2,8	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>		
ABD	2,3	2,4
Euro Bölgesi	1,3	1,4
Almanya	1,5	1,7
Fransa	1,2	1,2
İtalya	0,8	0,9
İspanya	1,3	1,6
Yunanistan	0,8	0,7
İngiltere	2,3	2,5
Japonya	0,4	0,6
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>		
Asya Pasifik	2,3	2,2
Çin	1,9	2,2
Hindistan	5,1	5,0
Latin Amerika	8,9	10,9
Brezilya*	5,2	4,9
Doğu Avrupa	4,9	5,0
Rusya*	5,3	4,8

* Aralık/Aralık enflasyonu.

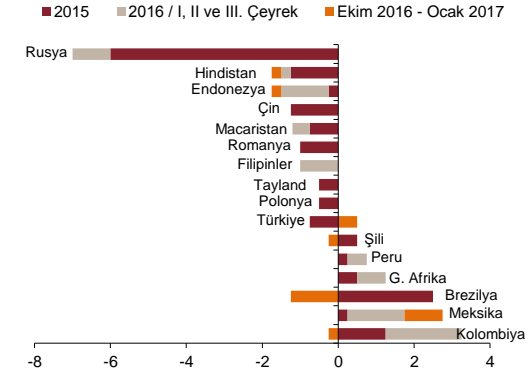
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Yılın son çeyreğinde, ABD işgücü piyasasındaki toparlanmanın güçlenerek devam etmesi, büyümenin ivme kazanması ve Kasım ayındaki seçimler sonucunda oluşan genişlemeci maliye politikası beklentisi, enflasyon beklentilerinde artışa yol açmıştır. Bu süreç Fed'in Aralık ayında politika faizini 25 baz puan artırması ve 2017 yılına ilişkin politika duruşunu sıkılaştırması ile sonuçlanmıştır. ABD seçimini takiben Yeni Zelanda Merkez Bankası 25 baz puan faiz indirirken, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları ise politika faizlerini sabit tutmuşlardır (Grafik 2.3.1). Gelişmekte olan ülke merkez bankaları içerisinde, Hindistan ve Endonezya Ekim ayında politika faizlerinde 25'er baz puan indirmeye gitmişlerdir. ABD seçimlerinden sonra ise, kurları en olumsuz etkilenen ülkelere Meksika ve Türkiye'de politika faizleri, sırasıyla, 100 ve 50 baz puan artmıştır. Bunun tersi bir eğilim ise Brezilya, Kolombiya ve Şili'de gözlenmiştir; bu ülkelerin merkez bankaları seçim sonrası faiz indirmişlerdir (Grafik 2.3.2).

Grafik 2.3.1.Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler:
Ocak 2015 – Ocak 2017*(Baz Puan)*27 Ocak 2017 itibarıyla.
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.**Grafik 2.3.2.**

Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2015 – Ocak 2017*(Baz Puan)

* 27 Ocak 2017 itibarıyla.
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

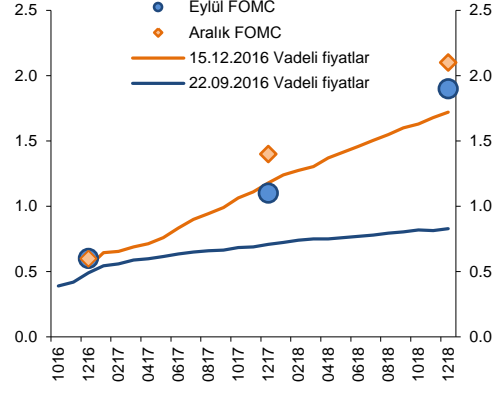
Fed, Aralık ayı toplantısında beklenildiği üzere faiz artırımına giderken, 2017 yılı ve sonrasına ilişkin politika görünümünü ve tahminlerini de sıkılaştırıcı yönde güncellemiştir. Politika faizine ilişkin beklentiler daha yüksek bir faiz artış patikasına işaret etmekte ve 2017 yılı için öngörülen medyan değerler, daha önce öngörülen 2 artış yerine 3 faiz artışına karşılık gelmektedir. Buna ek olarak, Fed'in faiz patikası ile vadeli fiyatların ima ettiği patika arasındaki fark da Ekim ayına göre kapanmıştır (Grafik 2.3.3). Bir başka deyişle, piyasa beklentilerinin Fed'in faiz patikasına yakınsadığı görülmektedir. İngiltere Merkez Bankası da bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha az gevşek bir para politikası duruşu benimsemiştir. Bu bağlamda, İngiltere Merkez Bankası Kasım ayında yayımladığı enflasyon raporunda Brexit ile ilgili belirsizliklerden kaynaklanan kur oynaklığı ve İngiliz sterlinindeki değer kaybı sonrasında enflasyon görünümünün bozulduğuna işaret etmiş ve daha önce sinyali verdiği olası bir faiz indiriminden vazgeçmiştir. Benzer şekilde, Japonya Merkez Bankası, halihazırda negatif olan politika faizini daha da düşürebileceği yönündeki beklentilerin aksine kısa vadeli faizinde değişikliğe gitmemiştir. Avrupa Merkez Bankası ise 2017 yılının Mart ayında son bulacak tahvil alım programını yıl sonuna kadar uzatmış; ancak Nisan ayından itibaren aylık alım miktarını 80 milyar eurodan 60 milyar euroya düşürmüştür. Banka, bunun sıkılaştırıcı yönde bir politika olmadığını; zira alınacak toplam tahvil miktarının artırıldığını belirtmiştir.

Tüm bu politika kararları, geçtiğimiz enflasyon raporu dönemine göre dört büyük merkez bankasının politika duruşlarının görece olarak sıkılaştığı şeklinde yorumlanmaktadır. Son dönemde, gelişmiş ülkelerde süregelen sifıra yakın hatta negatif faiz oranlarının ve geniş ölçekli tahvil alımlarının uzun bir süre daha devam etmesi durumunda, finansal piyasalarda meydana gelebilecek kırılganlıklar sıklıkla tartışılmakta ve Fed dışında açıkça ifade edilmese de para politikasının normalleşmesi yönünde bir eğilim dikkat çekmektedir. ABD dışındaki diğer gelişmiş ülkelerde ekonomik veriler henüz bu yönde bir normalleşmeyi desteklememekle birlikte, merkez bankalarının son tahminleri gerek büyüme görünümünde yukarı yönlü bir güncellemeye gerekse hedefe yaklaşan enflasyon oranlarına işaret etmektedir (Tablo 2.3.1)¹.

¹ Japonya Merkez Bankası'nın güncel tahminleri Ekim ayına ait olup enflasyon tahmininde bir gerilemeye işaret etmekle birlikte, Aralık ayında yapılan para politikası kararı duyurusunda ekonomik görünümün olumluya gittiği ve enflasyon beklentilerinin arttığı belirtilmiştir. Yeni tahminler 31 Ocak'ta yayımlanacaktır.

Grafik 2.3.3.

FOMC Üyelerinin Medyan Faiz Projeksiyonları ve Vadeli Fiyatların İma Ettiği Faiz Patikası (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg.

Tablo 2.3.1.

Merkez Bankalarının Büyüme ve Enflasyon Tahminleri* (Yüzde)

	Yıllık Büyüme	
	2017	2018
ABD	2,1 (+0,1)	2,0
Euro Bölgesi	1,7 (+0,1)	1,6
İngiltere	1,4 (+0,6)	1,5 (-0,3)
Japonya	1,3	0,9
Tüketici Enflasyonu		
ABD	1,9	2,0
Euro Bölgesi	1,3 (+0,1)	1,5 (+0,3)
İngiltere	2,7 (+0,7)	2,7 (+0,3)
Japonya	1,5 (-0,2)	1,7 (-0,2)

* Parantez içindeki değerler 3 ay önceki tahminlere göre değişimi göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg.

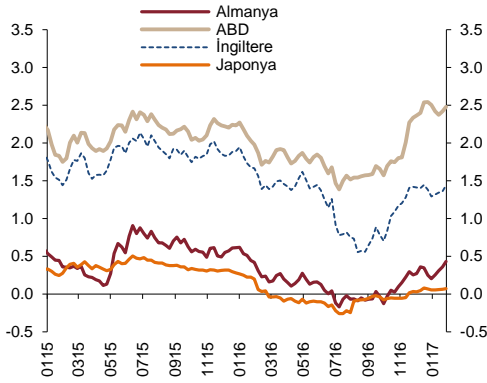
Yukarıda bahsi geçen gelişmeler çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelerde para politikası açısından daha zorlu bir döneme girildiğini söylemek mümkündür. Gelişmiş ülkeler para politikasında sıkılaşma yönündeki beklentiler, gelişmekte olan ülkelerde kurları baskı altına alarak ithalat fiyatları yoluyla enflasyona neden olurken, artan faizler dış finansmana bağımlı gelişmekte olan ülkeler açısından sorun oluşturmaktadır. Buna ek olarak, ABD'de yeni yönetimin uygulayacağı maliye ve dış ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler de gelişmekte olan ülkeler açısından verilecek politika tepkisini zorlaştıran bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır.

2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

2016 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde uzun vadeli faizler, büyük ölçüde Fed'in faiz politikası doğrultusunda şekillenmiştir (Grafik 2.4.1). Uzun vadeli faizlerdeki yükselişin, ABD ekonomisinin önümüzdeki dönemde yaratacağı talep beklentisinin ve Fed'in 2017 yılında daha sıkı bir para politikası uygulayacağı öngörüsünün bir sonucu olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.1.

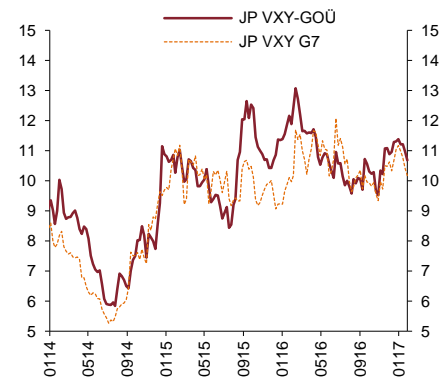
10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg.

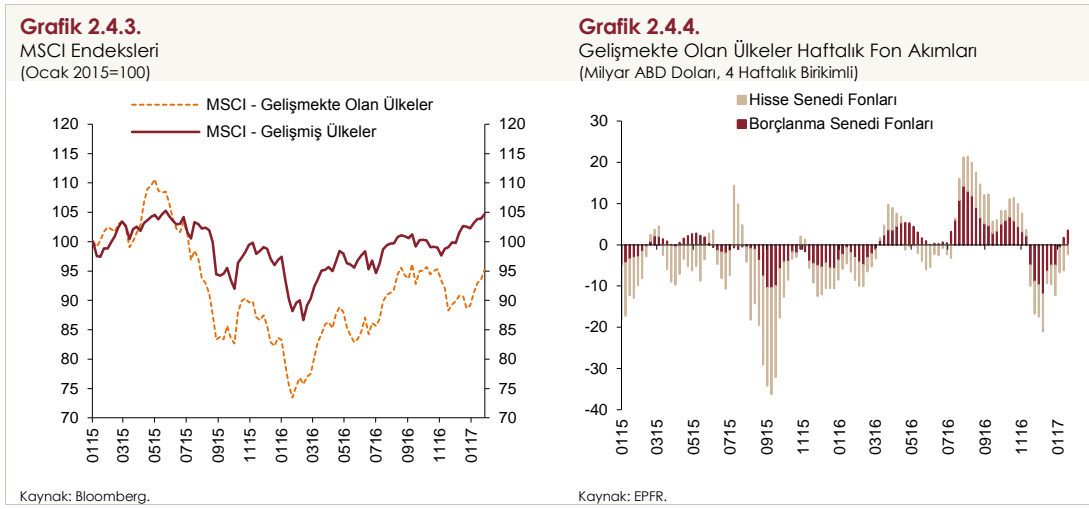
Grafik 2.4.2.

JP Morgan Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

2016 yılının son çeyreğinde, küresel finansal piyasalar üzerinde ABD seçimleri ve Fed'in faiz kararı belirleyici olmuştur. Kasım ayında yapılan ABD seçimleri öncesinde küresel piyasalarda oluşan belirsizlik ortamı ve buna bağlı olarak gözlenen oynaklık, seçimleri Trump'ın kazanması ve genişleyici politikalar uygulayacağını açıklaması sonrasında artış göstermiştir (Grafik 2.4.2). Bunun yanı sıra, İtalya'da Aralık ayı başındaki siyasi gelişmeler ve Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörüne ilişkin kaygıların, yine İtalya kaynaklı olarak, artış göstermesi de yılın son çeyreğinde küresel finansal piyasalardaki oynaklığı artıran gelişmeler olarak öne çıkmıştır. Söz konusu gelişmeler, küresel finansal piyasalar üzerinde sert dalgalanmalara yol açmış, küresel fonların gelişmekte olan ülkelere çıkarak ABD'ye yönelmesine neden olmuştur. Dolayısıyla, yılın son çeyreğinde, gelişmekte olan ülke hisse senedi fiyatlarında değer kayıpları yaşanırken, gelişmiş ülkelerde değer artışları gözlenmiştir (Grafik 2.4.3).



Gelişmekte olan ülkelere üçüncü çeyrekte yönelen portföy girişlerinin Ekim ayında da devam ettiği ancak Kasım ve Aralık aylarında yerini yüksek miktarda çıkışlara bıraktığı görülmüştür. Fed'in, beklentiler ile uyumlu olarak, Aralık ayında yapmış olduğu faiz artışının yanı sıra, ABD seçimleri sonrasında daha sıkı bir para politikası izleneceğine dair algının güçlenmiş olması, portföy çıkışlarının temel kaynağını oluşturmuştur. Bu bağlamda, seçim tarihini izleyen haftadan başlayarak Aralık ayının sonuna kadar gerek borçlanma senedi piyasalarında gerekse hisse senedi piyasalarında, kesintisiz olarak çıkış gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Portföy çıkışlarının bölgesel dağılımı incelendiğinde, büyük ölçüde Asya ve Latin Amerika piyasalarından olduğu görülmektedir (Tablo 2.4.1). Asya ülkelerinde çıkışlar ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarından ve Çin kaynaklı olarak gerçekleşirken, Latin Amerika ülkelerinde ise ağırlıklı olarak borçlanma senedi piyasalarından ve Meksika kaynaklı çıkışlar gözlenmiştir. 2017 yılının ilk ayı itibarıyla bakıldığında, gelişmekte olan hisse senedi piyasalarından çıkışlar devam ederken, borçlanma senedi piyasalarına ise sınırlı miktarda giriş gözlenmiştir. Söz konusu girişler, Latin Amerika Bölgesi'nde Brezilya, Yükselen Avrupa Bölgesi'nde ise Rusya kaynaklı gerçekleşmiştir. Kasım ayı sonrasında gelişmekte olan ülkelere hisse senedi piyasalarından çıkan yatırımcılar, ağırlıklı olarak, ABD hisse senedi piyasalarına yönelmiştir.

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

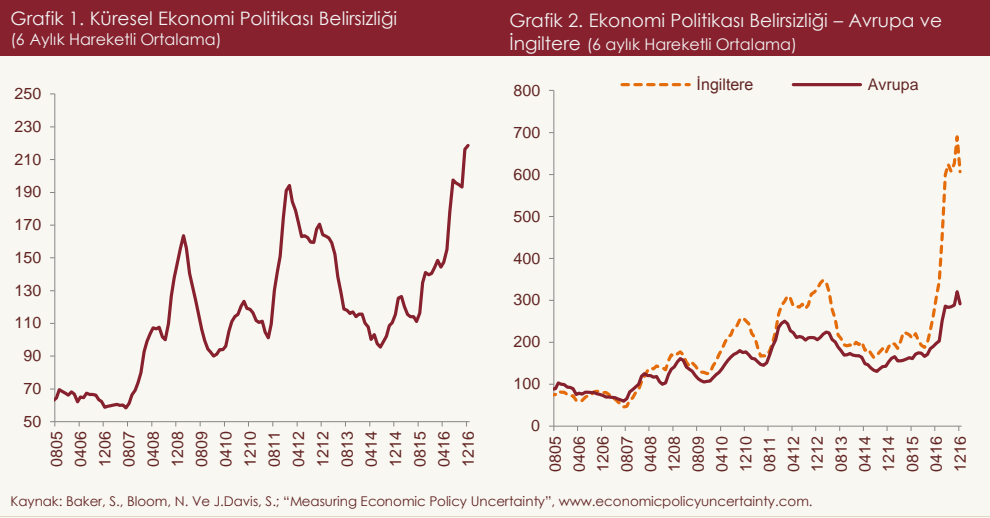
		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8.6	1.9	-10.5	-8.1	2.2	-2.4	-0.2
	Ç2	-8.0	1.4	-9.4	-6.9	0.4	-2.0	0.4
	Ç3	-45.3	-16.5	-28.8	-23.8	-6.5	-10.8	-4.1
	Ç4	-22.3	-12.7	-9.6	-11.1	-3.0	-6.4	-1.9
2016	Ç1	-4.5	-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

Kaynak: EPFR.

Kutu
2.1

Son Dönemde Küresel Belirsizlikler ve Etkileri

Son finansal krizden bu yana küresel iktisadi faaliyetin halen zayıf seyrediyor olması nedeniyle, var olan politikalardan duyulan hoşnutsuzluğun arttığı ve buna paralel olarak birçok ülkede politik zeminin değişime uğradığı görülmektedir. Değişen politik iklime paralel olarak ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler de artmıştır. Bu bağlamda, küresel ekonomi politikalarındaki belirsizlik 2011 yılından beri en yüksek seviyelerine ulaşmıştır (Grafik 1). Bu kutuda son dönemde küresel belirsizliklerin artış nedenleri ve artan belirsizliklerin geliştirmekte olan ülkelere olası yansımaları irdelenmektedir.



Değişen küresel politik iklimin ilk belirleyicilerinden biri İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılma kararı olmuştur. 23 Haziran 2016 tarihinde yapılan referandumdan, sürpriz bir şekilde, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılma kararının çıkmış olması Avrupa özelinde ekonomi politikalarındaki belirsizliğin temel kaynağını oluşturmaktadır (Grafik 2). Sonrasında, 8 Kasım 2016 tarihinde ABD'de, daha içe dönük bir politika uygulayacağını sinyallerini veren Donald Trump'ın seçilmesi; Avrupa ülkelerinde gerçekleşecek seçimlerle ilgili belirsizlikleri beraberinde getirmiştir.

Süregelen küresel politik zemin; oluşturduğu belirsizlik ve oynaklık nedeniyle, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke ekonomilerinde politika uygulamaları açısından çeşitli zorluklar oluşturmaktadır. Bu gelişmeler, dünya ekonomisi üzerinde; ticaret, maliye, para politikası kanalları ve sermaye akımları kanalı üzerinden etkili olabilecektir. Hangi kanalın ne şekilde işleyeceğini ve nihai etkilerini bu aşamada kestirmek güç olmakla birlikte; son dönem gelişmelerin ilk yansımaları küresel finansal piyasalarda, artan faiz oranları ve varlıkların yeniden fiyatlandırılması şeklinde gözlenmektedir.

Trump dönemi ABD politikalarının izleyeceği yol, küresel ekonominin gidişatı açısından en önemli belirsizlik kaynaklarından birini oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönem ABD ekonomi politikalarında beklenen farklılaşma genel olarak üç ana başlık altında toplanabilmektedir: ticaret politikası, maliye politikası ve para politikası. Korumacı bir dış ticaret politikası uygulanacağına dair beklenti, ABD'de enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı meydana getirebilecek ve özellikle gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü bir etki oluşturabilecektir. Uygulamaya konulması beklenen genişlemeci maliye politikası ise önümüzdeki dönemde daha güçlü bir ABD büyümesi, daha yüksek enflasyon ve artan bono getirilerine işaret etmektedir. Güçlü genişlemeci maliye politikasının yayılma etkileri, gelişmekte olan ülkeler açısından daha olumlu büyüme performansı ima ederken; ABD ticaret politikasındaki olası korumacılığın olumsuz etkilerinin orta vadede baskın çıkması ihtimal dahilindedir. Bu aşamada ticaret ve maliye politikalarının uygulanma gücünün ve zamanlamasının belirsizliğini büyük oranda koruduğunu, dolayısıyla net etkilerinin ölçülmesinin oldukça zor olduğunu söylemek mümkündür. Ne var ki, her iki politika da halihazırda daha güçlü ABD büyümesi ve daha yüksek enflasyon beklentileri oluşturmuş ve buna bağlı olarak Amerikan Merkez Bankası (Fed) para politikasında sıkılaştırma beklentisi güçlenmiştir. Bu durum gelişmiş ülkelerde tahvil faizlerinde belirgin ölçüde yükselişe neden olmuş; gelişmekte olan ülkelerde ise yerel para birimlerinde güçlü değer kayıplarına yol açmıştır. Söz konusu değer kayıplarının, önümüzdeki dönemde rekabet kanalıyla gelişmekte olan ülkelerin net ihracatını olumlu etkilemesi mümkündür. Öte yandan, değer kayıplarının, küresel kriz sonrası bol likidite döneminde dolar cinsi borçlanan gelişmekte olan ülkelerde bilanço kanalı ve uluslararası fonlama kanalı ile daraltıcı etki oluşturması beklenebilir. Küresel politikalara ilişkin belirsizliklerdeki artışın ve ABD'de para politikasında beklenen sıkılaştırma eğiliminin gelişmekte olan ülkelere en hızlı yayılma kanallarından birisi de sermaye akımları kanalıdır. Nitekim, ABD seçimleri sonrasında gelişmekte olan ülkelere oldukça yüksek miktarda portföy çıkışları gerçekleşmiştir.

Küresel ekonomi politikalarında oluşan belirsizliğin orta vadede sürmesi beklenmektedir. Bu gelişmelerin ekonomileri farklı kanallardan etkilemekte olduğu ve zıt yönlü etkiler oluşturabildiği görülmektedir. Sözgelimi, ABD'de uygulanacak güçlü bir genişlemeci maliye politikası küresel talebi ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler büyümesini uyararak bu ülkelere yönelen sermaye akımlarını destekleyebilecek iken; aynı zamanda gelişmiş ülkeler faiz oranlarını da artıracacağı için gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını olumsuz etkileyebilecektir. Böyle bir ortamda, gelişmekte olan ekonomilerde, kur kanalının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesi amacıyla para politikasının çerçevesinin etkilenmesi beklenir. Sıkılaştırma para politikasının iktisadi faaliyet üzerinde oluşturabileceği aşağı yönlü etkilerin telafisi için maliye politikası ve makroihtiyati tedbirler vasıtasıyla ekonomiyi canlandırıcı tedbirler alınması gerekebilir. Hangi politikanın ne şekilde uygulanacağı ve karşılaşılabilecek kısıtlar ise ülkenin içinde bulunduğu şartlara ve ülkeye özgü faktörlere bağlı olarak farklılık gösterecektir. Sözgelimi, mali alanın yeterli olduğu ülkelerde mali teşviklere ağırlık verilebilecek iken; bütçe yükünün halihazırda yüksek olduğu ülkelerde makroihtiyati tedbirler ağırlık kazanabilecektir. Söz konusu makroekonomik ve makroihtiyati politikalar, politika yapıcılara zaman kazandırmakla birlikte, ekonomilerin şoklara karşı dayanıklılığını artıran esas politikaların yapısal politikalar olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, zorlu dönemlerin, yapısal reformların hayata geçirilmesi için bir fırsat olarak değerlendirilmesi ve gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde, para, maliye, makroihtiyati ve yapısal politikaların oluşturulmasında ilgili kurum ve otoritelerin koordinasyonunun sağlanması önem kazanmaktadır.

