

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

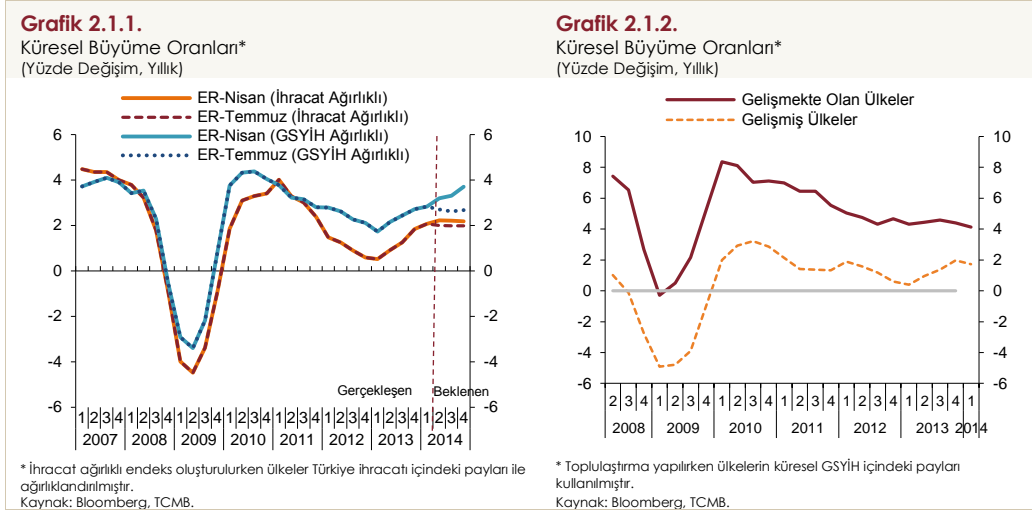
2014 yılının ilk çeyreği küresel iktisadi faaliyetin ılımlı seyretelemeye devam ettiği bir dönem olmuş ancak büyüme hızı bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır. Söz konusu yavaşlamada temel olarak ABD ekonomisinin olumsuz hava koşullarının etkisiyle yüksek oranda daralması ve gelişmekte olan ülkelerde de büyüme hızının bir önceki çeyreğe göre gerilemesi belirleyici olmuştur. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmesine karşın, küresel iktisadi faaliyetin çoğunlukla gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak artmaya devam edeceği öngörülmektedir. Nitekim, küresel iktisadi faaliyetin seyrinin temel belirleyicilerinden olan ABD ekonomisine ilişkin öncü göstergeler yılın ilk çeyreğinde gözlenen güçlü daralmanın ardından ikinci çeyrekte büyümeye işaret etmektedir.

Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın emtia fiyatları üzerindeki etkileri, sınırlı da olsa yılın ikinci çeyreği itibarıyla görülmeye başlanmıştır. Anılan dönemde endüstriyel metal fiyatlarında meydana gelen yüksek oranlı artışta Çin ekonomisindeki toparlanma etkili olurken, önümüzdeki dönem emtia fiyatlarının olası seyrinde, küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yanısıra, petrol fiyatları üzerinde jeopolitik risklere bağlı olarak oluşan yukarı yönlü baskının da belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, sınırlı bir miktar artış gözlenmiştir. Ne var ki, enflasyon oranlarının çoğunlukla hedeflerin altında seyreliyor olmasına ve iktisadi faaliyetteki toparlanmanın halen istenilen düzeyde olmamasına bağlı olarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikası yılın ikinci çeyreğinde gevşek seyretilmiştir.

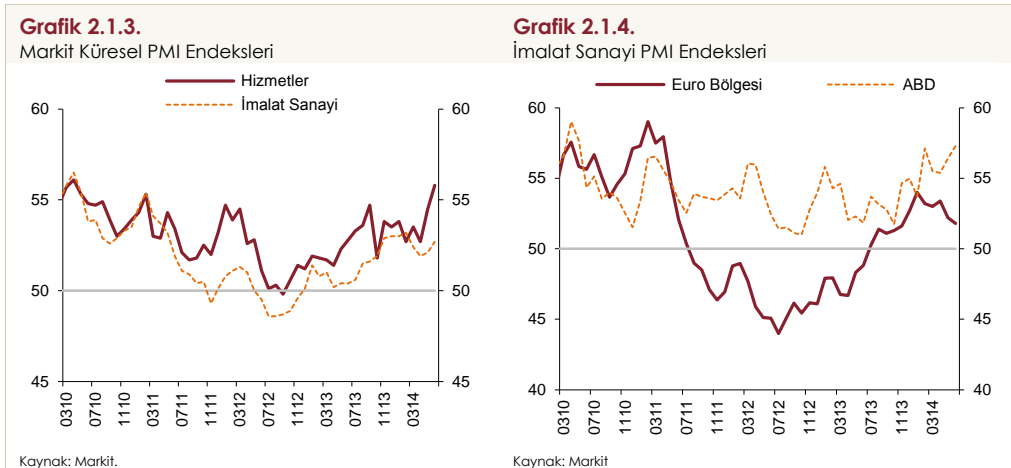
Küresel iktisadi faaliyette belirgin bir iyileşme gözlenmemiş olmasına karşın, yılın ikinci çeyreğinde küresel finansal piyasalara genel olarak oldukça iyimser bir havanın hakim olması dikkat çekicidir. Söz konusu dönemde risk iştahının olumlu seyrettiği ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında gözlenen düşüş eğiliminin tersine döndüğü gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki sınırlı toparlanmaya karşın küresel büyüme görünümü üzerindeki aşacı yönlü risklerin azalmış olması ve olumlu seyreden risk iştahına bağlı olarak önümüzdeki dönemde de söz konusu ülke grubuna portföy girişinin devam edeceği değerlendirilmektedir. Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin beklenenden daha erken sıkılaşmaya gitme olasılığının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre azalmış olması da önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını destekler niteliktedir. Tüm bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, yılın ikinci çeyreğinde öngörülerin aksine gevşek seyretilmiş olan küresel para politikasının, 2015 yılında daha belirgin olmak üzere, bu yılın geri kalanında bir miktar sıkılaşması beklenmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

Küresel ekonomideki toparlanma eğilimi yılın ilk çeyreğinde de devam etmiş, ancak, büyüme hızı geçtiğimiz yılın son çeyreğine göre yavaşlamıştır (Grafik 2.1.1). Yılın ilk çeyreğinde küresel büyümenin hız kesmesinde, büyük oranda olumsuz hava koşullarına bağlı olarak ABD ekonomisinde meydana gelen daralma etkili olmuştur. Öte yandan, önemli ihracat ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki olumlu büyüme görünümü yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı ise, yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yavaşlamıştır (Grafik 2.1.2).



Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, ilk çeyreğe göre imalat sanayi için daha olumsuz, hizmetler sektörü için ise daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, özellikle gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda, imalat sanayi PMI endekslerinin gerilediği gözlenmektedir. Benzer şekilde Euro Bölgesi'ne ait imalat sanayi PMI verileri de, ikinci çeyrekte ilk çeyrek verilerine kıyasla gerilemiştir. Buna karşın, söz konusu dönemde ABD'ye ilişkin imalat sanayi PMI verileri daha olumlu bir seyir izlemiştir. Söz konusu veriler işgücü piyasası verileriyle birlikte değerlendirildiğinde, ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinde büyüyeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızındaki yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde de devam edeceği, Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın ise bir miktar güç kaybedebileceği değerlendirilmektedir. Buna karşın, küresel iktisadi faaliyetin, başta ABD olmak üzere, büyük oranda gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak yılın ikinci çeyreğinde de artmaya devam etmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin Mayıs ve Haziran aylarında artış eğilimine girmiş olması önümüzdeki dönemde söz konusu ülke grubu ekonomilerini ve dolayısıyla küresel iktisadi faaliyeti olumlu yönde etkileyebilecek bir faktör olarak değerlendirilmektedir.



Temmuz ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre 2014 yılına ilişkin büyüme tahminleri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle kıyaslandığında, ABD ve Euro Bölgesi için aşağı yönlü; Japonya ve İngiltere için ise yukarı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinin ise, Çin ve

Hindistan hariç, genel olarak aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri, küresel ekonominin yılın geri kalanında da büyümeye devam edeceğine, ancak büyüme hızının Nisan ayı Enflasyon Raporu dönemi öngörülerinin bir miktar altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.1).

Tablo 2.1.1.

2014 ve 2015 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	2,9	3,2	2,6	3,2
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,7	3,0	1,6	3,0
Euro Bölgesi	1,2	1,5	1,1	1,6
Almanya	1,9	2,0	2,0	2,0
Fransa	0,9	1,3	0,7	1,2
İtalya	0,6	1,1	0,3	1,1
İspanya	1,0	1,5	1,1	1,7
Yunanistan	0,1	1,5	0,2	1,8
Japonya	1,3	1,3	1,5	1,3
İngiltere	2,8	2,4	3,0	2,6
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	6,0	6,1	6,0	6,1
Çin	7,3	7,2	7,3	7,2
Hindistan	5,4	6,0	5,4	6,2
Latin Amerika	2,2	2,8	1,9	2,7
Brezilya	1,8	2,0	1,5**	1,8**
Doğu Avrupa	1,7	2,8	1,5	2,6

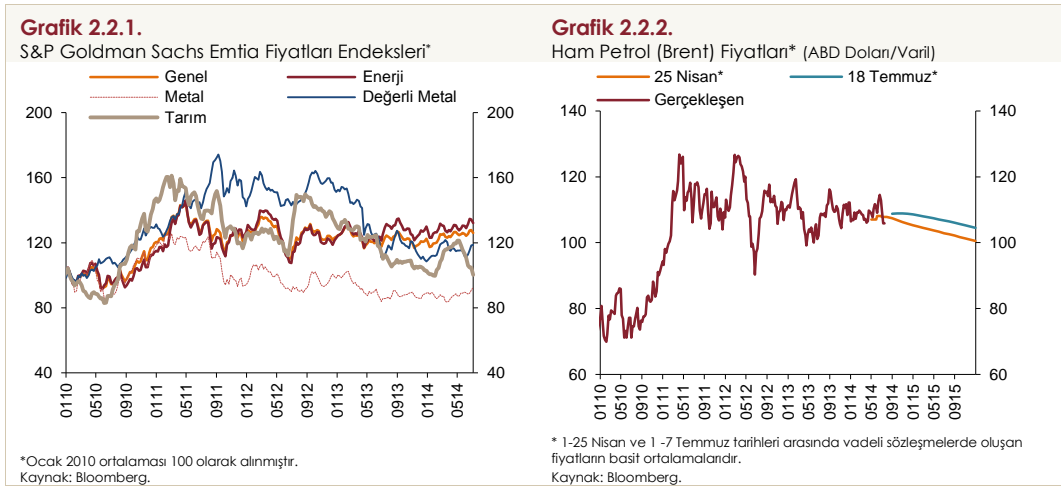
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

** Haziran ayı tahminlerini göstermektedir.

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

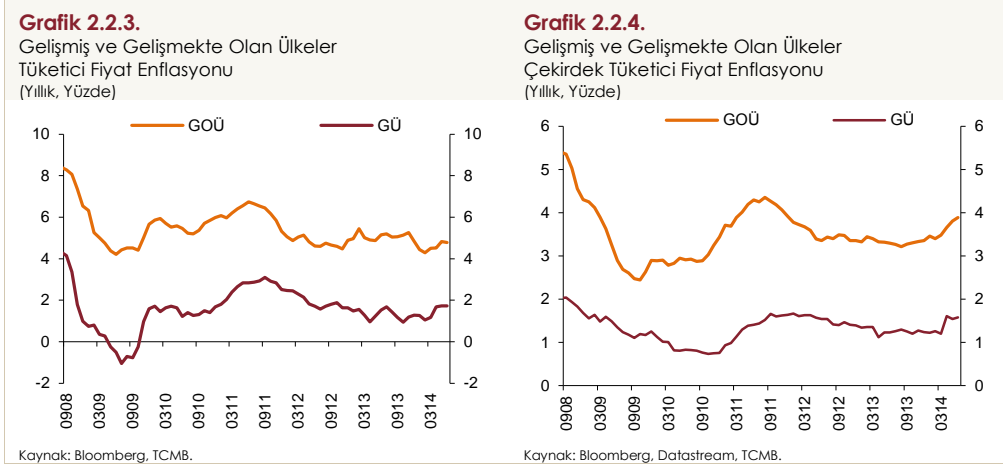
2014 yılının ikinci çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 1,5 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde enerji, endüstriyel metal ve değerli metal fiyatları sırasıyla yüzde 3,5, 7,5 ve 3,4 oranlarında artarken; tarım fiyatları yüzde 14,5 oranında azalış kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Küresel büyümedeki toparlanmanın emtia fiyatları üzerinde, sınırlı da olsa, etkili olmaya başladığı görülmektedir. Buna ilaveten, jeopolitik risklerin de etkisiyle, petrol arzına ilişkin kaygılar petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmektedir. İkinci çeyreğin sonu itibarıyla 113 ABD doları

seviyesinde bulunan Brent tipi ham petrol fiyatlarının önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerinin de bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artmış olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.2). Yılın ikinci çeyreğinde endüstriyel metal fiyatlarında meydana gelen artışta Çin ekonomisindeki olumlu büyüme görünümünün etkili olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, yılın ilk çeyreğinde yükselen tarım fiyatları, ikinci çeyrekte olumlu seyreden üretime bağlı olarak önemli oranda düşüş kaydetmiştir.

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler genel ve çekirdek tüketici fiyat enflasyonu, ABD ve Japonya kaynaklı olarak artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler genel ve çekirdek enflasyonunda da benzer bir artış gözlenirken, çekirdek enflasyon oranlarındaki artışın ivme kazanmış olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Önümüzdeki döneme ilişkin enflasyon tahminlerine bakıldığında, 2014 ve 2015 yıl sonlarına ilişkin tahminlerin Euro Bölgesi, İngiltere ve Çin için aşağı yönlü; ABD, Japonya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeleri için ise yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.2.1). Tarım ve petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü riskler ve gelişmiş ülkeler parasal genişleme politikalarının seyri, önümüzdeki dönemde küresel enflasyona ilişkin temel risk unsurları olmaya devam etmektedir.

Tablo 2.2.1.
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	3,0	3,1	3,2	3,1
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,7	1,9	2,0	2,1
Euro Bölgesi	0,9	1,3	0,7	1,2
Almanya	1,4	1,8	1,1	1,8
Fransa	1,0	1,3	0,7	1,1
İtalya	0,8	1,1	0,5	0,9
İspanya	0,3	1,0	0,2	0,8
Yunanistan	-0,9	-0,1	-0,9	-0,1
İngiltere	1,9	2,1	1,7	2,0
Japonya	2,6	1,7	2,7	1,8
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	3,4	3,6	3,3	3,5
Çin	2,6	3	2,4	2,9
Hindistan	7,7	7,1	8,0	6,9
Latin Amerika	10,8	9,4	11,3	10,0
Brezilya**	6,3	5,8	6,4***	6,0***
Doğu Avrupa	5,2	4,9	5,4	5,0

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

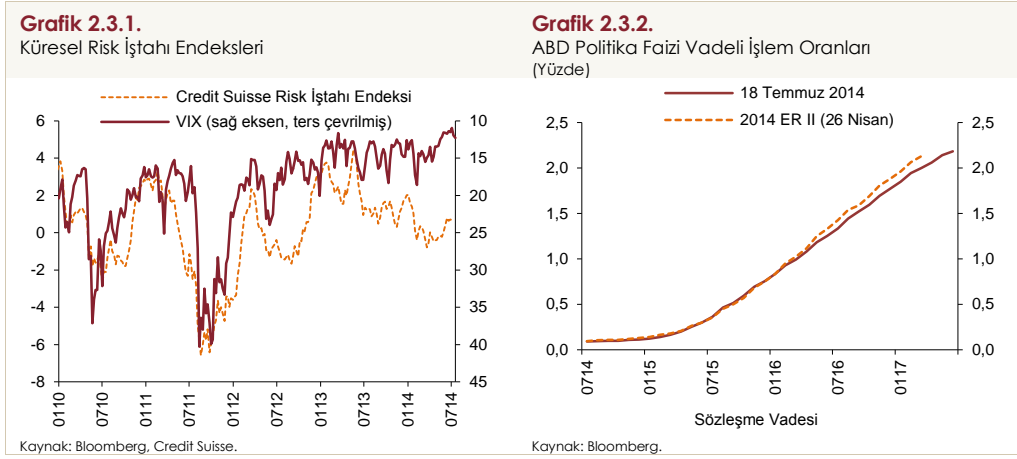
** Aralık/Aralık enflasyonu.

*** Haziran ayı tahminlerini göstermektedir.

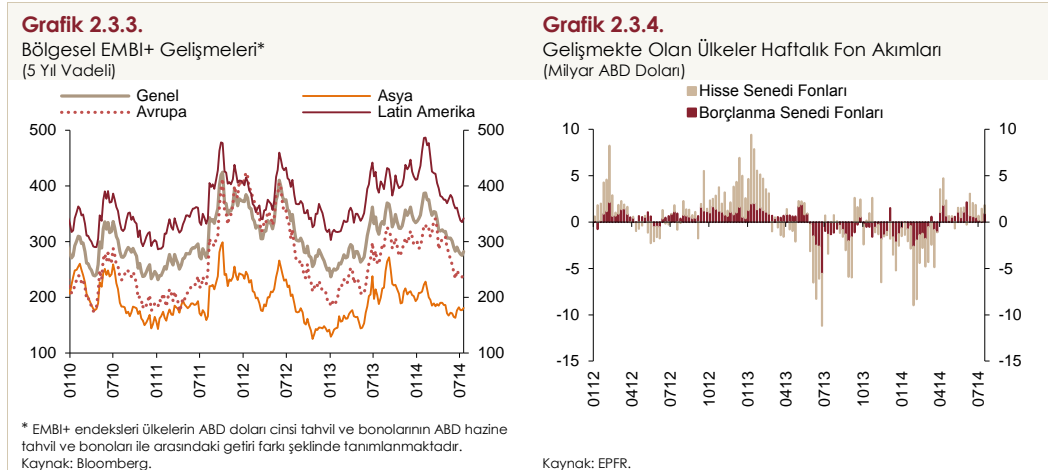
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

Yılın ikinci çeyreğinde, küresel büyümeye ilişkin kaygıların devam ediyor olmasına karşın, Fed'in yakın zamanda faiz artırımını yapacağına dair sinyal vermemesi, uzun vadeli faiz tahminini aşağı yönlü güncellemesi ve ECB'nin para politikasını gevşetici bir dizi önlem almasının etkisiyle küresel risk iştahı toparlanma eğilimi sergilemiştir (Grafik 2.3.1). ABD politika faizine ilişkin vadeli işlem sözleşmelerine bakıldığında, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentilerin değişmediği ancak beklenen artış miktarının sınırlı oranda gerilediği görülmektedir (Grafik 2.3.2). Bu gelişmede, Fed'in para politikasına ilişkin söylemlerinde belirgin bir değişikliğe gitmemiş olmasına karşın, uzun vadede politika faiz beklentisini 25 baz puan düşürmüş olması belirleyici olmuştur. Ayrıca, politika faizi beklentilerindeki söz konusu gerileme ABD hazine bonusu getirilerinin de orta ve uzun vadelerde sınırlı oranda düşmesine neden olmuştur.



Küresel büyüme görünümünde belirgin bir iyileşme gözlenmemesine karşın yılın ikinci çeyreğinde finansal piyasalarda iyimser bir havanın hakim olduğu gözlenmiştir. Bu bağlamda, gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleyici para politikalarının da etkisiyle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarında değerlenme eğilimi yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiştir. Buna ilaveten, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarının gerilemesi ve küresel sermayenin yeniden söz konusu ülke grubuna yönelmesinin de etkisiyle, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde gerileme gözlenmiştir (Grafik 2.3.3).

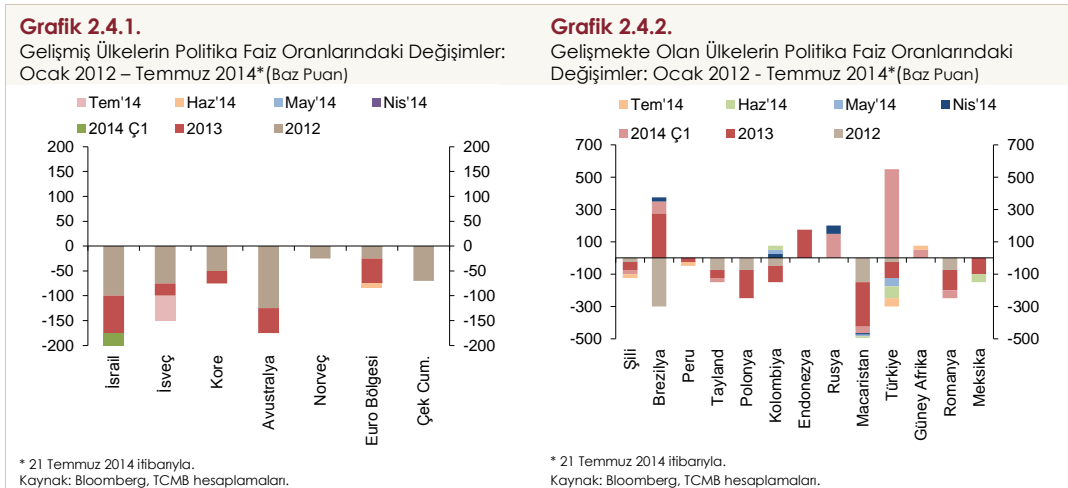


Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında süregelen düşüş eğilimi yılın ikinci çeyreğinde tersine dönmüştür. Fed'in genişletici para politikası uygulamalarından çıkacağına dair sinyal verdiği geçen yılın Mayıs ayından bu yana portföy çıkışlarının yaşandığı gelişmekte olan ülkelerde, 2014 yılı Nisan ayı ile birlikte belirgin girişler gözlenmeye başlanmıştır (Grafik 2.3.4). Bu harekette, küresel ekonomik faaliyetin ılımlı seyri ve risk iştahındaki olumlu seyir etkili olmuştur. Portföy dağılımı bazında, gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarına benzer miktarlarda girişler olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya rağmen, ılımlı seyretmeye devam eden küresel büyüme görünümünün ve risk iştahındaki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarını desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Fed'in genişletici para politikasından çıkış stratejisi çerçevesinde beklenenden daha erken sıkılaşmaya gitmesi durumunda ise sermaye akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşabileceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, ECB'nin aldığı son kararların sermaye akımlarını gelişmekte olan ülkeler lehine etkileyecek yansımaları olabileceği düşünülmektedir.

2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

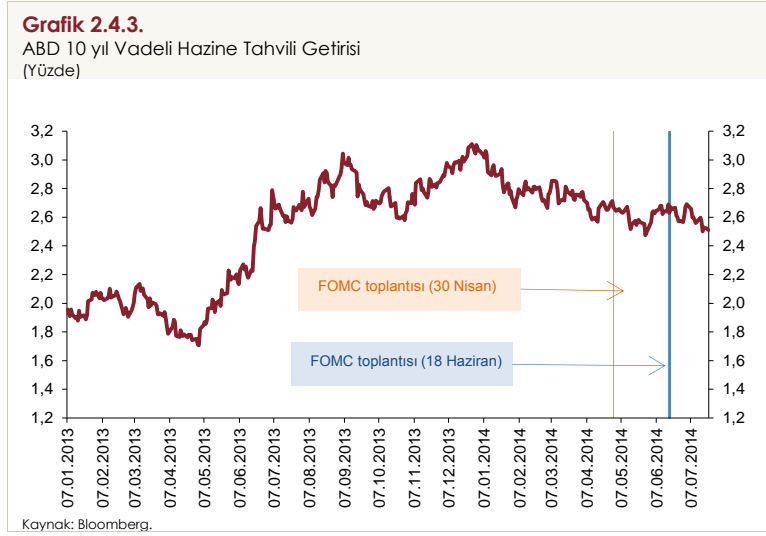
Küresel ekonomik aktivitedeki toparlanmanın beklenenden daha yavaş gerçekleşiyor olması yılın ikinci çeyreğinde para politikasındaki beklenen normalleşme sürecinin de ötelenmesine ve politika faizlerinin gelişmiş ülkelerde, tarihsel ortalamalarına dönmesinin daha uzun süreceği algısının oluşmasına neden olmuştur. Bu gelişmede şüphesiz en önemli gösterge ECB'nin Haziran ayında politika faizini 10 baz puan düşürmesi olmuştur. Ayrıca, gelişmiş ülkelere de Temmuz ayında politika faizini 50 baz puan aşağı çekmiştir (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelere ise, geçtiğimiz rapor döneminde, özellikle sermaye hareketleri ve kurlardaki dalgalanmalara karşı gözlemlenen sıkılaşma eğiliminin, yerini daha durağan ve hatta gevşeme yönünde bir eğilime terk ettiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.2).



Fed, yılın ikinci çeyreğinde gerçekleşen iki toplantısında da varlık alımlarını 10 milyar dolar azaltmaya devam etmiştir. 18 Haziran tarihli toplantı ardından yapılan açıklamada, bir kez daha, para politikasındaki gevşek duruşun önemli bir süre daha devam edeceği vurgusu yapılmıştır. Bu gelişmeler sonrası Fed'in faiz artırımına gideceği ilk tarih ile ilgili beklentiler geçtiğimiz rapor dönemine göre değişiklik göstermezken, politika faizinin artış hızına ilişkin beklentilerin, sınırlı da olsa, gerilediği dikkat çekmiştir. Uzun dönem faizler açısından gösterge niteliği taşıyan 10 yıllık tahvil getirisinin de özellikle

Irak'taki politik gelişmeler nedeniyle bir miktar dalgalandıktan sonra Temmuz ayı sonu itibarıyla yüzde 2,5 civarında seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.4.3).

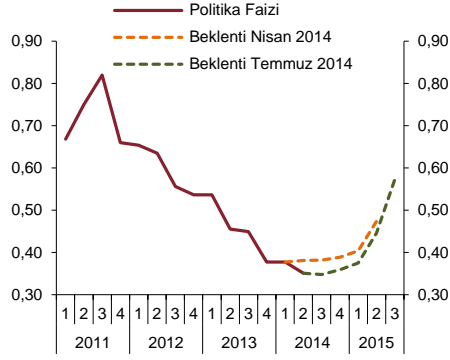
ECB tarafından gerçekleştirilen faiz indirimi, temel olarak, enflasyon oranının hedefin oldukça altında seyrediyor olmasına bağlanmıştır. Yapılan açıklamada ECB, enflasyonu düşük, ancak yüzde 2 seviyesine yakın bir noktada, tutmak doğrultusundaki hedefine vurgu yapmış, Mayıs ayı itibarıyla yüzde 0,5 olan yıllık enflasyonun hedefin oldukça altında kaldığını belirtmiştir. Faiz indiriminin yanı sıra, ECB tarafından, kredi kanalının daha etkin çalışmasına yönelik bir dizi önlem de uygulamaya konulmuştur. Söz konusu önlemler içerisinde en dikkat çekicisi, kredi finansmanına ilişkin olarak, bankalara, özel sektöre verdikleri kredilerin belli bir oranında borç kullanma olanağı tanınacak olmasıdır.



Gelişmekte olan ülkelerde ise para politikası stratejisinin 2013 yılından itibaren daha heterojen bir yapı sergilediği gözlenmiştir. Brezilya ve Endonezya merkez bankaları 2013 yılı başından itibaren para politikasında önemli oranda sıkılaşmaya gitmiş, bu durumu yüksek cari açığın oluşturduğu risklere ve enflasyonun hedef ile tutarlı hale getirilmesi amacıyla bağlamışlardır. Doğu Avrupa ülkeleri başta olmak üzere diğer ülkeler ise, özellikle enflasyon eğiliminin genel itibarıyla hedefin altında olmasını değerlendirerek bu dönemde para politikalarını gevşetmeye devam etmişlerdir. 2014 yılı ilk çeyreği, küresel belirsizliğin artması ile yaşanan kur atışları ve sermaye çıkışları sonucu, cari açık sorunu yaşayan Güney Afrika, Türkiye, Hindistan gibi ülkelerin politika faizlerini artırmalarıyla sonuçlanmıştır. Ancak, söz konusu belirsizliklerin azalması ve gelişmiş ülkelerde para politikasının daha uzun süre gevşek kalacağı beklentisinin oluşmasına bağlı olarak bu sıkılaşma eğiliminin devam etmediği gözlenmiş, yalnızca Güney Afrika Temmuz ayında 25 baz puanlık bir artış daha gerçekleştirmiştir.

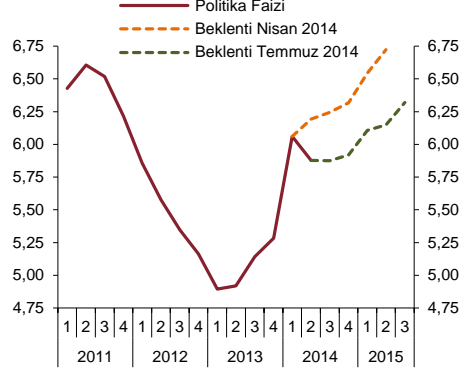
Sonuç olarak, yılın ikinci çeyreğinde öngörülerin aksine gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke para politikasında gevşeme gözlenmiştir. Buna karşın, Temmuz ayı itibarıyla önümüzdeki döneme ilişkin beklentilere bakıldığında, ikinci çeyrekteki gevşemeye rağmen, her iki ülke grubu için de para politikasında sıkılaşma beklendiği görülmektedir (Grafik 2.4.4 ve Grafik 2.4.5).

Grafik 2.4.4.
Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.4.5.
Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.