

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyetlerdeki zayıf görünüm 2019 yılının üçüncü çeyreğinde devam etmiştir. Bununla birlikte, yılın son çeyreğinde ABD ve Çin arasında ticaret geriliminin çözümüne yönelik olumlu gelişmeler olmuş; Brexit sürecine yönelik belirsizlikler büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Euro Bölgesi sanayi sektöründe uygulamaya koyulan düzenlemeler çerçevesinde üretim kesintileri önemli miktarda sona ererken, küresel para politikaları büyümeyi destekleyici yönde olmaya devam etmiştir. Dolayısıyla, uzun bir aradan sonra küresel iktisadi faaliyete ilişkin olumlu bir görünüm ortaya çıkmıştır. Ancak, Orta Doğu ve Kuzey Afrika kaynaklı jeopolitik gerilimlerin Ocak ayıyla birlikte şiddetlenmesi, Hindistan başta olmak üzere bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan toplumsal olaylar, güney yarıküredeki kuraklık ve son dönemde Çin’de ortaya çıkan salgın hastalığa ilişkin endişeler, küresel ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü riskler olarak öne çıkmaktadır. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerde büyüme görünümünün önümüzdeki dönemde bir miktar olumluya dönmesi beklenirken, ülkelere özgü kırılganlıkların GOÜ’lerde büyüme görünümü üzerinde olumsuz risk faktörü olmaya devam edeceği düşünülmektedir.

Manşet enflasyon oranları, 2019 yılının son çeyreğinde, ham petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yükselmiştir. Söz konusu dönemde, talepteki zayıf seyir fiyatlar üzerinde arz kısıtlamaları ve jeopolitik sorunlardan kaynaklı yukarı yönlü baskıları dengelerken, Ocak ayı başında İran ile ABD arasındaki gerilimin yeniden tırmanmasıyla ham petrol fiyatlarında yukarı yönlü geçici bir hareket gözlemlenmiştir. Aynı dönemde Çin’de başlayan salgın hastalık petrol talebine yönelik endişeleri beslemek suretiyle petrol fiyatlarında düşüşe neden olmuştur. Özellikle ABD ve Euro Bölgesi işgücü piyasalarındaki sıkışma ve ücret artışları çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Bunun yanında, Brexit’e yönelik belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalkması ve ABD-Çin arasında ticaret anlaşmazlıklarının çözümüne yönelik 15 Ocak’ta imzalanan birinci aşama anlaşmasının küresel belirsizliği azaltarak emtia fiyatları kanalıyla küresel manşet enflasyonu, büyüme kanalıyla ise çekirdek enflasyonu artırma olasılığı bulunduğu değerlendirilmektedir.

Küresel ticarete korumacılık önlemleri¹ ve Brexit’e ilişkin belirsizliklerin 2019 yılı son çeyreğinde azalması ve para politikalarının büyümeyi destekleyici yönde olmayı sürdürmesi, finansal piyasalara olumlu yansımış, küresel risk iştahı artmıştır. Bu durum, özellikle Kasım ayından itibaren, GOÜ’lere yönelik portföy akımlarının bir miktar toparlanmasını sağlamıştır. Söz konusu gelişmeler, hâlihazırda gevşeme konusunda temkinli olacakları sinyalini veren Fed ve ECB’nin daha durağan bir politika duruşu benimsemelerini desteklemiş; gelişmiş ülke merkez bankaları indirim sürecinden bekleme sürecine geçmiştir. Küresel belirsizliklerin, son dönemdeki kısmi iyileşmeyle birlikte, yüksek seviyelerini koruyor olmasının halen zayıf ve kırılgan olan büyüme eğilimi üzerinde önemli bir risk unsuru olmaya devam edeceği öngörülmektedir. Bu bağlamda, küresel belirsizliğin bulunduğu yüksek seviye, önümüzdeki dönemde küresel finansal koşullar açısından kritik önem taşımayı sürdürecektir.

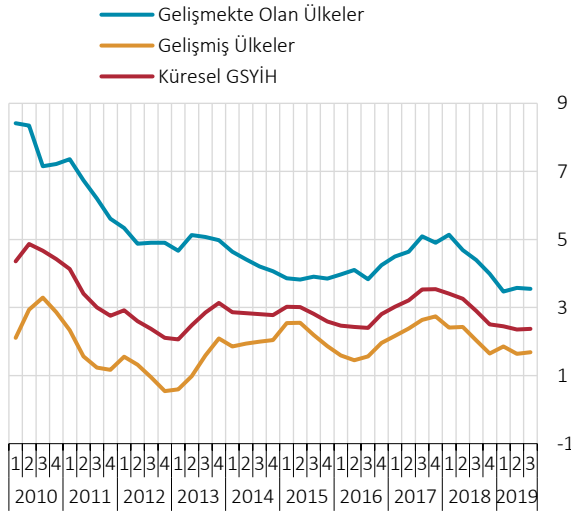
Gelişmiş ülkelerdeki büyümeyi destekleyici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere olumlu yansımalarının önümüzdeki dönemde de sürmesi olasıdır. Bununla birlikte, süregelen jeopolitik gerginliklerin Ocak ayı başından itibaren yeniden tırmanması, korumacılık eğilimlerine ilişkin belirsizliklerin azalarak da olsa sürmesi ve GOÜ’lere özgü kırılganlıklar nedeniyle, söz konusu olumlu etkilerin sınırlı kalması muhtemeldir. Önümüzdeki dönemde, GOÜ’lerde ülkeye özgü faktörlerin önemi daha da belirginleşmektedir. Buna göre, daha sağlıklı finansal koşullara ve uluslararası yatırımcılar için daha elverişli iş yapma ortamına sahip ülkeler, küresel ekonomik ve/veya finansal koşullardaki olası bir bozulmanın kendi ülkelerine yönelik akımlar üzerindeki azaltıcı etkisini diğer ülkelere kıyasla sınırlayabileceklerdir.

¹ Kutu 2.1 küresel ticarete ilişkin müdahaleleri türlerine ve sektörlere göre sınıflandırarak incelemektedir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama eğilimi 2019 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde gelişmiş ülkelerde yıllık büyüme hızı kayda değer bir değişiklik göstermemiştir (Grafik 2.1.1). Japonya'nın yüksek bir oranda büyümesine rağmen ABD'de büyüme hızının belirgin bir şekilde yavaşlaması, anılan dönemde gelişmiş ülkeler büyüme oranını sınırlamıştır. Benzer şekilde GOÜ'lerde de büyüme oranı bir önceki çeyrek ile aynı seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). GOÜ'ler bölgesel olarak değerlendirildiğinde, önceki çeyreğe kıyasla büyüme oranının Doğu Avrupa'da yükseldiği, Asya ve Latin Amerika bölgelerinde ise gerilediği göze çarpmaktadır (Grafik 2.1.2). Özellikle, Hindistan, Meksika ve Güney Afrika'da büyüme oranları belirgin şekilde azalmıştır.

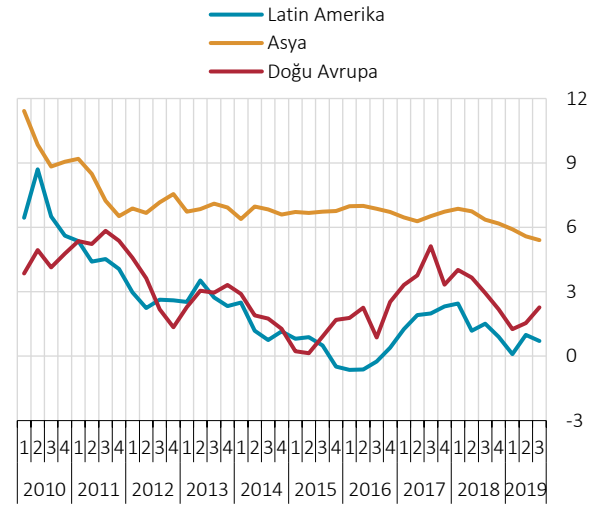
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



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.

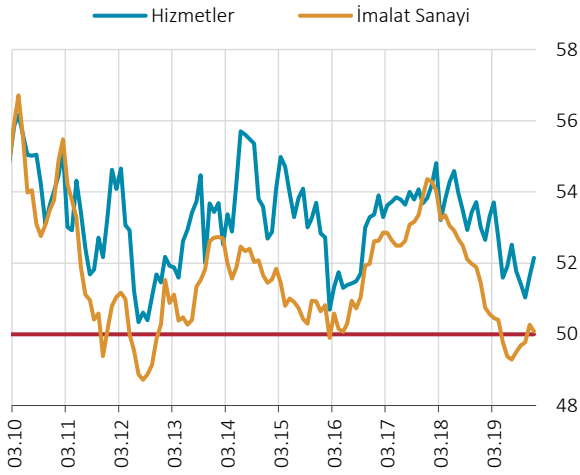
* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

2019 yılının son çeyreğinde küresel imalat sanayi PMI göstergesi bir miktar yükselmekle birlikte 50 kritik seviyesinde seyrederken, hizmetler sektöründe bir miktar gerileyerek 50 seviyesinin üstünde kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.3). Bu gelişmeler, küresel büyümede süregelen yavaşlamanın 2019 yılı son çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Söz konusu dönemde, Euro Bölgesi'nde bir önceki çeyreğe kıyasla imalat sanayi PMI verilerinin değişmemesi yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe benzer bir büyüme performansı görüleceğini ima etmektedir. Buna karşın Japonya'da imalat sanayi PMI verilerinin bahsi geçen dönemde daha olumsuz bir seyir izlemesine bağlı olarak, büyüme hızının yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. ABD imalat sanayi PMI verisi ise anılan dönemde önceki çeyreğe göre daha olumlu bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.4). Bu gelişmeye rağmen, sanayi üretiminin son çeyrekte bir önceki döneme göre gerilemiş olması, ABD ekonomisinde yavaşlamanın son çeyrekte de devam ettiğine işaret etmektedir.

GOÜ'lere ait PMI göstergelerinin 2019 yılının son çeyreğinde genel olarak yükseldiği gözlenmektedir (Grafik 2.1.5). Bu durum, bir önceki üç aylık döneme kıyasla daha güçlü bir iktisadi faaliyeti göstermektedir. Ancak, genel eğilimin tersine imalat sanayi PMI verileri, anılan dönemde Hindistan, Brezilya, Meksika ve Güney Afrika'da gerilemiştir. Ayrıca, Çin ekonomisinin büyüme hızında son yıllarda ortaya çıkan yavaşlama eğilimi son çeyrekte de devam etmiş ve ekonomi yıllık olarak yüzde 6 oranında büyümüştür. Bahsi geçen ülkelerin GOÜ grubu içindeki ağırlığı dikkate alındığında, GOÜ'lerin büyüme hızındaki yavaşlamanın 2019 yılının son çeyreğinde de süreceği öngörülmektedir.

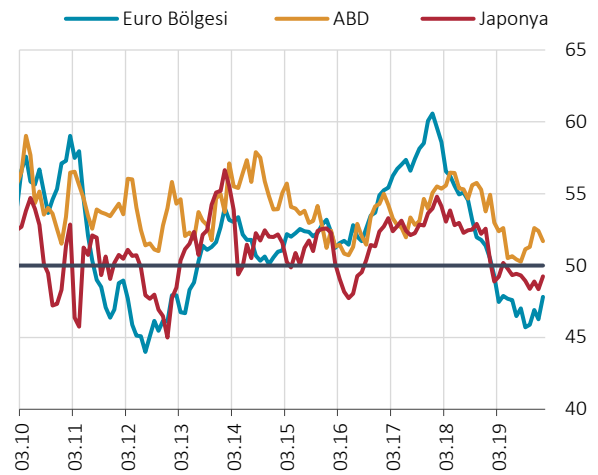
Özetle, küresel ekonomide 2019 yılının ilk dokuz aylık döneminde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı meydana gelen yavaşlama eğiliminin, yılın son çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre 2019 yılı büyüme tahminininin, Ekim Enflasyon Raporu dönemi tahmini ile tamamen aynı kalması, söz konusu beklentiyi desteklemektedir (Tablo 2.1.1). Ayrıca, IMF Ocak ayı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda, 2019 yılı küresel büyüme tahmini Ekim ayında yayımlanan rapora göre 0,1 puan aşağı çekilerek yüzde 2,9 olmuştur. Consensus Forecast bültenlerinde özellikle Çin, Meksika ve Hindistan için 2019 yılı büyüme tahminleri Ocak ayında aşağı doğru güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu bağlamda, bahsi geçen ülkelerde gözlenen yavaşlamanın küresel büyümeyi sınırlayacağı tahmin edilmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



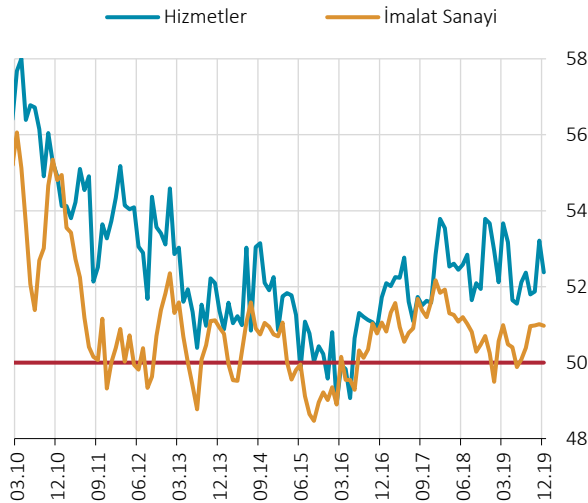
Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



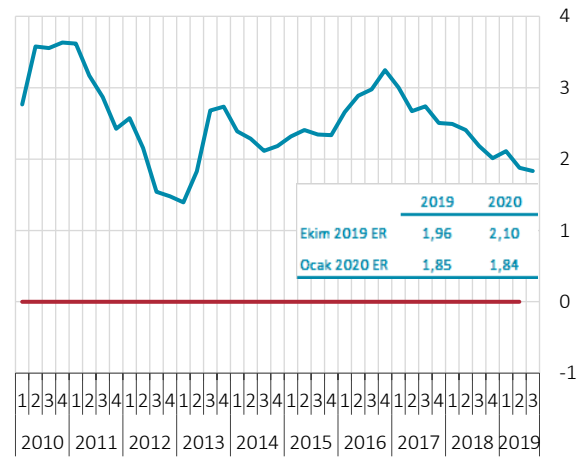
Kaynak: IHS Markit.

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.

ABD ile Çin arasında süregelen ticaret geriliminin çözümüne dair son aylarda meydana gelen olumlu gelişmeler, 2020 yılı için küresel ticarete ve dolayısıyla küresel büyümeye ilişkin beklentilerin olumluya dönmesine neden olmuştur. Benzer şekilde Aralık ayında İngiltere'de gerçekleşen seçim sonuçları, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkma sürecine ilişkin belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalkmasını sağlamış; tarafların süreci anlaşarak tamamlayabileceklerine dair beklentileri güçlendirmiştir. Küresel para politikalarında geçtiğimiz yılın ikinci yarısında ortaya çıkan gevşeme eğiliminin, iktisadi faaliyeti destekleyici

etkisinin 2020 yılıyla birlikte çok daha görünür hale geleceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri 2019 yılı Kasım ayından itibaren olumlu bir görünüm sergilemektedir. Ayrıca Euro Bölgesi'nde 2019 yılında uygulamaya koyulan yeni düzenlemeler nedeniyle başta otomotiv sektörü olmak üzere bazı sanayi sektörlerinde meydana gelen geçici üretim kesintileri de büyük ölçüde sona ermiştir. Ancak, küresel iktisadi faaliyeti baskılayabilecek olumsuz gelişmelerin eş zamanlı olarak ortaya çıktığı gözlenmektedir. Özellikle, Orta Doğu ve Kuzey Afrika kaynaklı risklerin Ocak ayıyla birlikte şiddetlenmesi, Hindistan başta olmak üzere bazı GOÜ'lerde meydana gelen toplumsal gerilimler, güney yarıküredeki kuraklık ve son dönemde Çin'de ortaya çıkan salgın hastalığa ilişkin endişeler, 2020 yılının ilk çeyreğinde küresel büyümeyi olumsuz etkileyebilecek faktörler olacaktır.

Sonuç olarak, büyüme görünümünün 2020 yılının ilk çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde bir miktar olumluya döneceği, GOÜ'lerde ise yukarıda bahsi geçen risk faktörleri ve bu ülkelerin kendilerine özgü kırılma noktaları nedeniyle zayıf seyretmesi beklenmektedir.

Yukarıda anlatılan gelişmeler çerçevesinde, Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2019 yılı büyüme oranı, bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar gerilemiştir (Grafik 2.1.6). 2020 yılına ilişkin küresel büyüme tahminine bakıldığında ise, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre, Ocak ayında bir değişiklik görülmemektedir. Ancak, genel olarak 2020 yılı büyüme tahminleri gelişmiş ülkeler için yukarı yönlü, gelişmekte olan ülkeler içinse aşağı yönlü olarak güncellenmiştir.

Tablo 2.1.1: 2019 ve 2020 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ekim		Ocak	
	2019	2020	2019	2020
Dünya	2,5	2,5	2,5	2,5
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,3	1,8	2,3	1,9
Euro Bölgesi	1,1	0,9	1,2	1,0
Almanya	0,5	0,8	0,6	0,9
Fransa	1,3	1,2	1,3	1,2
İtalya	0,1	0,4	0,2	0,4
İspanya	2,1	1,7	2,0	1,6
Japonya	1,0	0,2	1,0	0,4
İngiltere	1,2	1,0	1,3	1,1
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,2	5,1	5,0	5,0
Çin	6,2	5,9	6,1	5,9
Hindistan	6,0	6,8	5,0	6,0
Latin Amerika	0,5	1,6	0,4	1,5
Brezilya	0,9	1,9	1,1	2,2
Doğu Avrupa	2,0	2,6	2,2	2,6
Rusya	1,0	1,8	1,2	1,8

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

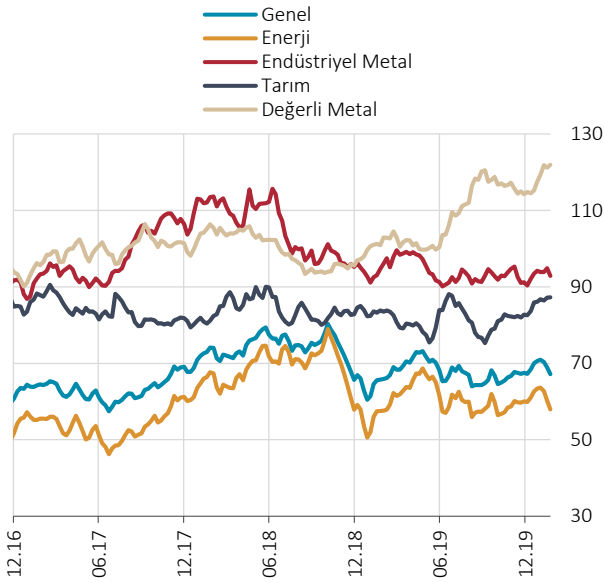
Para politikalarının büyümeyi destekleyici yönde olmaya devam etmesi ve küresel belirsizliğin bir önceki Rapor dönemine göre görece azalmış olması dolayısıyla, 2019 yılının son çeyreğinde emtia fiyatları bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 1,4 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde, enerji, endüstriyel metal, tarım ve değerli metal fiyatları bir önceki çeyreğe göre sırasıyla ortalama yüzde 0,5, yüzde 0,2, yüzde 3,4 ve yüzde 0,4 oranlarında artmıştır (Grafik 2.2.1).

Endüstriyel metal piyasasında süregelen arz kısıtlarına karşın, fiyatların yılın son çeyreğinde yatay seyretmesinde ABD ve Çin arasında yaşanan ticaret geriliminin uzamasının yanı sıra, küresel imalat sanayi faaliyetindeki olumsuz görünümün belirginleşmesi etkili olmuştur. Önümüzdeki dönemde de söz konusu etkenlerin endüstriyel metal fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutacağı değerlendirilmektedir.

Küresel para politikalarının büyümeyi destekleyici yönde olmayı sürdürmesi ve küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin devamı yanında jeopolitik gerginliklerin özellikle 2019 yılı sonunda yeniden tırmanması, kıymetli metal fiyatlarını yukarı çekmiştir. Söz konusu risk unsurlarının önümüzdeki dönemde de varlığını sürdüreceği ve kıymetli metal fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutacağı tahmin edilmektedir.

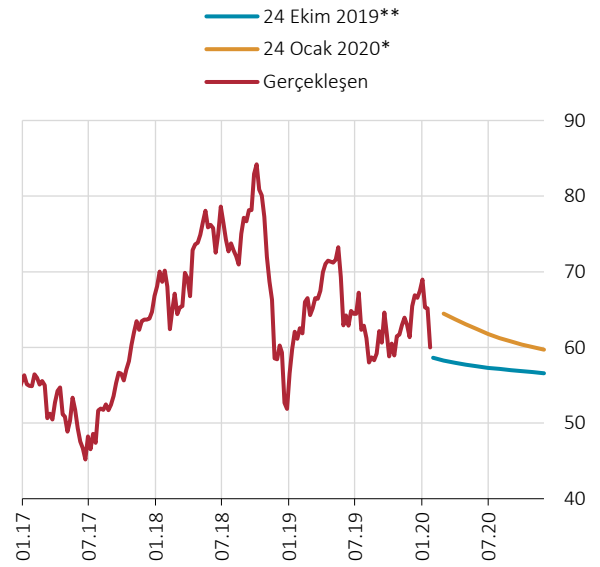
Tarımsal ürün fiyatları yılın son çeyreğinde istikrar kazanmıştır. Buna karşın, tahıl ürünlerinde yüksek stok seviyeleri, hava koşullarının elverişli sürmesi, devam eden küresel ticaret belirsizliği, düşük enerji maliyetleri ve zayıf talep tarımsal fiyatlar üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

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.

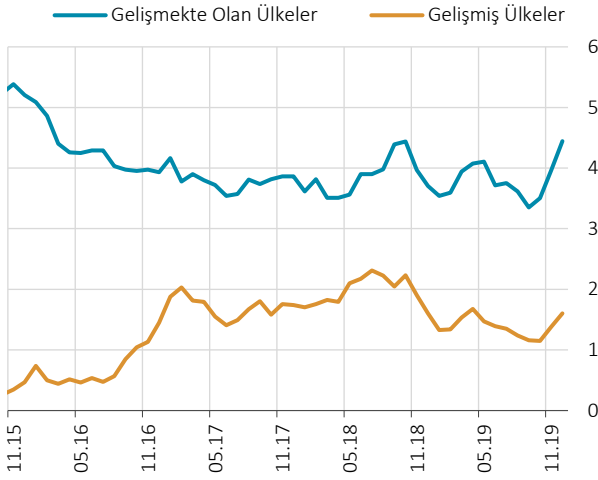
*24 Ocak 2020 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**24 Ekim 2019 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

2019 yılının son çeyreğinde, küresel ekonomik aktiviteye ilişkin zayıf seyrin ham petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü etkisi, OPEC'in üretimi kısıma kararı ve jeopolitik sorunların fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü baskısını dengelemiştir. Bu bağlamda, ham petrol fiyatları 62 ABD doları civarında seyretmiştir. Ocak ayı başında, İran ile ABD arasındaki gerilimin yeniden tırmanmasıyla ham petrol fiyatlarında yukarı yönlü geçici bir hareket gözlenmiştir. Aynı dönemde Çin'de başlayan salgın hastalık petrol talebine yönelik endişeleri beslemek suretiyle petrol fiyatlarında düşüşe neden olmuştur.

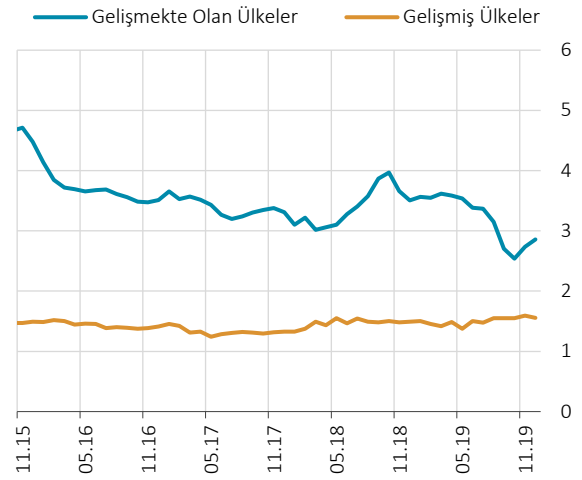
Önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyatları üzerindeki başlıca yukarı yönlü risk unsurunun jeopolitik gelişmeler olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, zayıf küresel büyüme görünümü, 2020 yılına ilişkin güçlü petrol üretimi öngörülerinin yanı sıra Çin'de başlayan salgın hastalığın talep üzerindeki olası etkileri ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü riskler olarak öne çıkmaktadır. Brent tipi ham petrol vadeli sözleşmeleri, fiyatların 2020 yılında ortalama 60 ABD doları civarında gerçekleşeceğini ima ederken, risklerin dengeli olduğu düşünülmektedir (Grafik 2.2.2).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın devam etmesine karşın ham petrol fiyatlarındaki yükselişle birlikte 2019 yılının son çeyreğinde manşet enflasyon oranları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bir önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 2.2.3). Aynı dönemde çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ülkeler için yükselirken, GOÜ'lerde düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2020 yılına ilişkin manşet enflasyon beklentileri ise birçok gelişmiş ülke için bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar gerilemiştir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1: 2020 Yılı Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ekim 2020	Ocak 2020
Gelişmiş Ülkeler		
ABD	2,1	2,1
Euro Bölgesi	1,2	1,3
Almanya	1,5	1,5
Fransa	1,3	1,2
İtalya	1,0	0,8
İspanya	1,1	1,0
Yunanistan*	0,9	0,7
İngiltere	2,1	1,7
Japonya	0,7	0,6
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Asya Pasifik	2,5	2,8
Çin	2,5	3,1
Hindistan**	4,0	4,0
Latin Amerika (Venezuela hariç)	8,2	8,6
Brezilya*	3,7	3,8
Doğu Avrupa	5,1	5,0
Rusya*	3,9	3,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

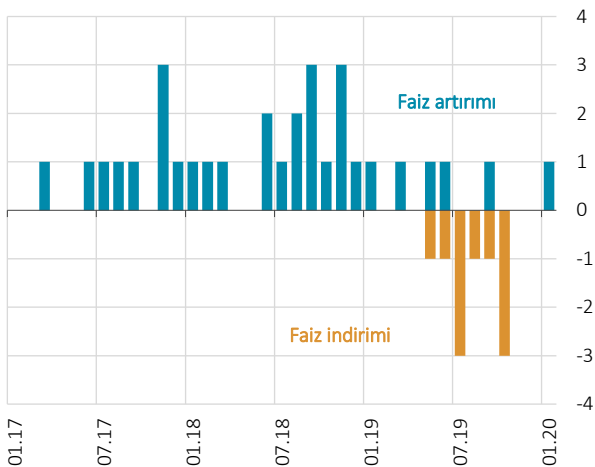
ABD’de dördüncü çeyrekte işsizlik oranının tarihsel düşük düzeylerini korumasına karşın ücretlerin makul düzeyde artmayı sürdürmesi yanında ham petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü hareket, manşet tüketici enflasyonunu aynı dönemde bir miktar artırmıştır. Euro Bölgesi’nde ise sıkı işgücü piyasası ile artmaya devam eden ücretlere karşın, orta vadede manşet ve çekirdek enflasyonun yüzde 2’nin altında kalmayı sürdüreceği tahmin edilmektedir. Japonya’da manşet ve çekirdek enflasyonun yüzde 1’in altında seyretmeye devam etmesine rağmen, süregelen pozitif çıktı açığının yanı sıra orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla, manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkacağı öngörüsü sürmektedir. Öte yandan İngiltere’de sıkı olan işgücü piyasasıyla artmaya devam eden birim ücret maliyetlerine rağmen manşet enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla azalmış ve yüzde 2’nin altında gerçekleşmiştir.

Önümüzdeki dönemde, işgücü piyasalarındaki sıkılaşma ve ücret artışları çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, ABD-Çin arasındaki ticaret geriliminin hafiflemesi ve Brexit sonrası İngiltere-AB ilişkilerinin netleşmesinin küresel ekonomik belirsizliği azaltarak emtia fiyatları kanalıyla küresel manşet enflasyonu, büyüme kanalıyla ise çekirdek enflasyonu artırma olasılığı bulunmaktadır.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

ABD ile Çin arasındaki birinci aşama ticaret anlaşması sonucu küresel ekonomik aktiviteye ilişkin oluşan olumlu görünüm, hâlihazırda gevşeme konusunda temkinli olacakları sinyali veren Fed ve ECB’nin daha durağan bir politika duruşu benimsemelerini desteklemiştir. İki büyük merkez bankası öncülüğünde gelişmiş ülke merkez bankalarının indirim sürecinden bekleme sürecine geçtikleri görülmüştür (Grafik 2.3.1). Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimleri devam etmiştir. Fed ve ECB’nin özellikle orta vadede politika normalleşmesi konusunda aceleci davranmayacakları yönündeki iletişimleri ve enflasyon eğiliminin zayıflığı, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının büyümeyi destekleyici yönde şekillenen politikalarının devamını sağlamıştır (Grafik 2.3.2). Beklenen faiz patikası gelişmiş ülkelerde tamamen düzleşmiş; bazı ülkelerdeki indirim beklentilerinin geri alınması ile daha önceki Rapor dönemine göre patika bir miktar yukarı kaymıştır. Bununla birlikte, gerçekleşen indirimlerin Temmuz Enflasyon Raporu dönemindeki beklentilerin ötesinde olduğu, para politikasının önemli oranda gevşediği görülmektedir. GOÜ’lerde ise faiz patikası aşağı yönlü güncellenmeye devam etmiştir. Beklentiler bu ülke grubu için ortalama politika faizi seviyesinin sınırlı bir miktar daha düşeceği ve yıl sonuna doğru yataylaşacağı yönündedir (Grafik 2.3.3).

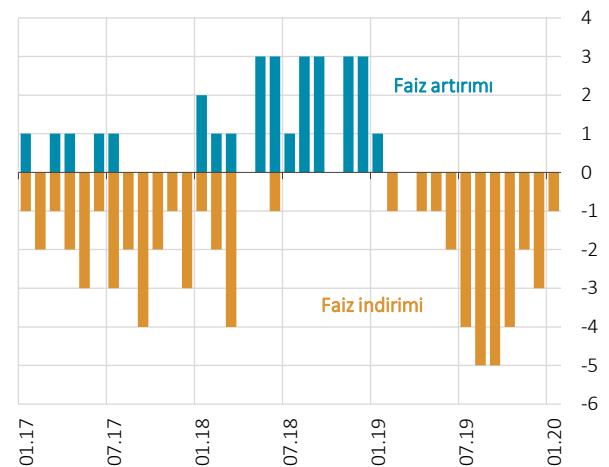
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin* Politika Faiz Kararları
(İndirim ve Artırım Yapan Banka Sayısı)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmiş ülkeler: ABD, Avustralya, Çekya, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, İsrail, İsveç, Kanada, Kore, Norveç, Yeni Zelanda.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin* Politika Faiz Kararları
(İndirim ve Artırım Yapan Banka Sayısı)



Kaynak: Bloomberg.

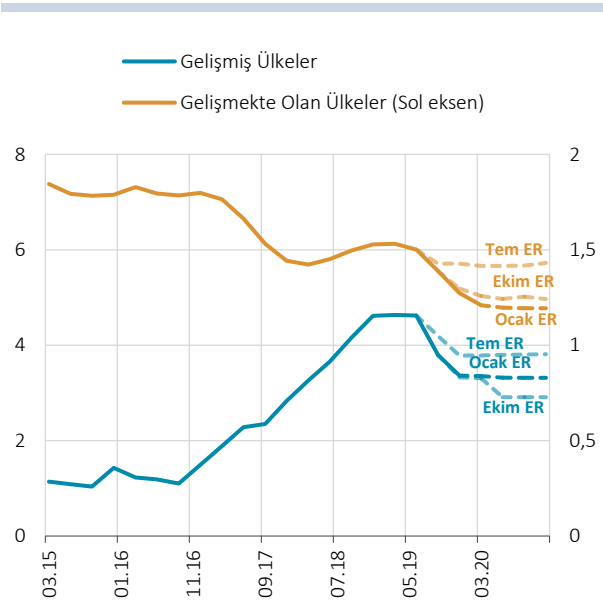
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Polonya, Romanya, Rusya, Tayland.

Fed Ekim ayı toplantısında üçüncü faiz indirimini yapmış; ancak basın toplantısında beklemeğe geçeceğinin sinyalini de güçlü bir şekilde vermiştir. Bununla birlikte, yakın gelecekte tekrar faiz artırımına gidilmesinin olası görülmediği ve faiz artırımları için enflasyonda belirgin ve kalıcı artış gözlenmesi gerektiği vurgulanmıştır. Nitekim Aralık ayında politika faizi sabit tutulmuş; Kurul üyelerinin medyan öngörülerini 2020 yılında faizlerin sabit kalacağı yönünde güncellenmiştir. Bu kararlarla birlikte, Fed'in medyan patikası Eylül ayına göre aşağı kayarken, Fed'in temkinli duruşu ve iletişimi piyasanın fiyatladığı faiz patikasını yukarı çekmiştir. Böylece Fed iletişimi ile piyasa fiyatlaması birbirine yaklaşmıştır. Ocak ayı itibarıyla piyasalar 2020 yılında Fed'in bir faiz indirimini daha yapacağını fiyatlamaktadır (Grafik 2.3.4).

Gelişmiş ülkeler para politikasında mevcut duruşun bir süre korunması en olası senaryo olarak değerlendirilmektedir. Bunun ana nedeni politika alanının her iki yönde de dar olmasıdır. Para politikasını normalleştirmek yolunda atılacak sıkılaştırma adımları, yüksek belirsizlik nedeniyle zayıf ve kırılabilir büyüme eğilimini riske atabilecektir. Diğer taraftan faizlerin daha fazla düşürülmesi genel olarak yüksek borçluluğu daha da artırma tehlikesi içermekte ve finansal istikrarı tehdit etmektedir. Bu nedenle gelişmiş ülke merkez bankalarının önümüzdeki dönemde gerek sıkılaştırma gerekse gevşeme yönünde çok daha temkinli olacakları değerlendirilmektedir. Büyüme-istihdam dengesinde ya da enflasyon eğiliminde keskin değişimler gözlemlenmediği sürece, mevcut duruşun korunması olasıdır.

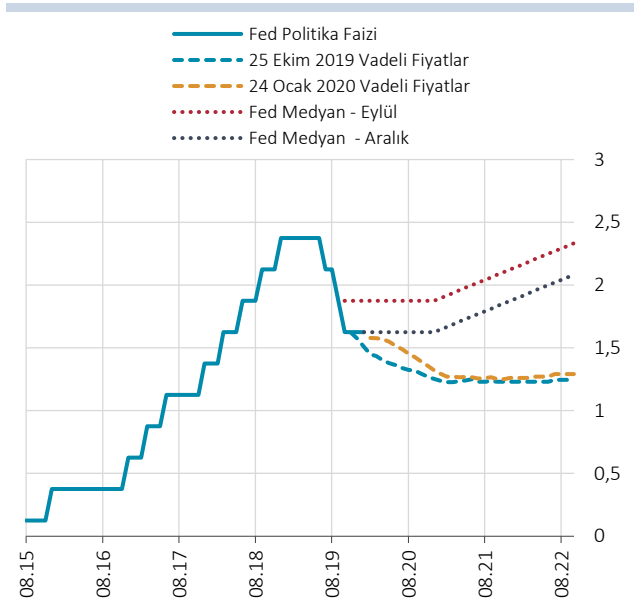
Normalleşmenin daha uzak bir geleceğe ötelenmiş olması, GOÜ'lerin risk primleri açısından olumlu olmuş; bu ülkelerde merkez bankalarının büyümeyi destekleyici yönde adımlar atmalarına olanak tanımıştır. Bununla birlikte, ticaret gerilimi ile ilgili geleceğe dair belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin sürmesi nedeniyle, beklentiler bu ülkelerde de gevşeme sürecinin sonuna yaklaşıldığı yönündedir.

Grafik 2.3.3: Ortalama Politika Faizi ve Beklentiler (GSYİH Ağırlıklı, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.3.4: Vadeli Fiyatların İma Ettiği Fed Politika Faizi Patikası ve Fed Medyan Öngörüsü (% , Orta Nokta)

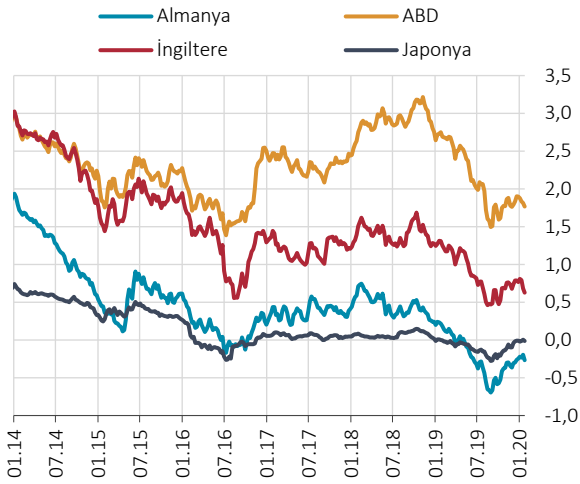


Kaynak: Bloomberg.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

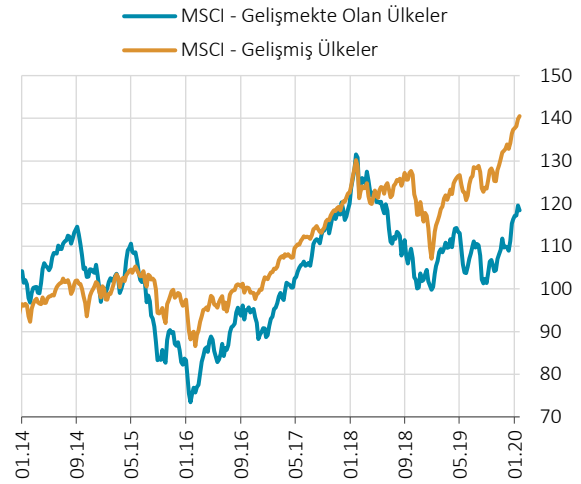
2019 yılının dördüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikasındaki gevşeme eğiliminin aynı hızda devam edeceğine dair beklentiler zayıflarken, bu ülkelerin uzun vadeli tahvil getirileri bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.4.1). Buna karşın enflasyonun hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkeler için eş anlı olarak düşüş eğilimini sürdürmesi gevşek para politikalarının süreceği beklentilerini güçlü tutmaya devam etmektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



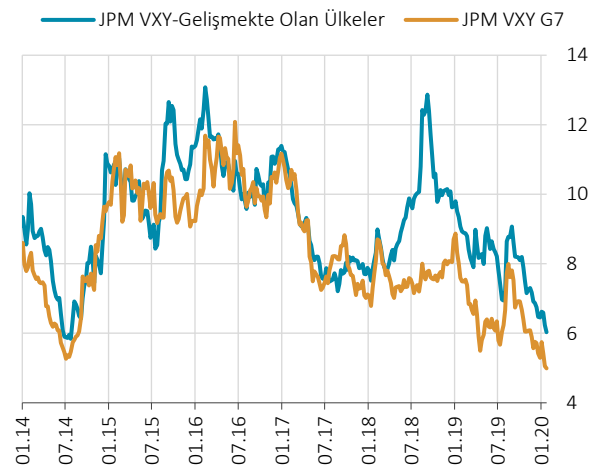
Kaynak: Bloomberg.

Para politikalarının büyüme destekleyici yönde olmaya devam etmesi, ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin çözümüne ilişkin daha iyimser bir havanın oluşması ve Brexit'in olumsuz etkilerine yönelik endişelerin azalması dolayısıyla, küresel risk iştahı son çeyrekte yüksek seyretmiştir. Buna bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senetlerinde eş anlı değer kazançları gözlenmiştir (Grafik 2.4.2). Söz konusu dönemde risk algısındaki olumlu hava gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kuru oynaklıklarında da düşüşün devam etmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3).

Risk iştahının yüksek seyretmesi, benzer şekilde, yılın son çeyreğinde GOÜ'lere yönelik portföy akımlarının da bir miktar toparlanmasını sağlamıştır. Anılan dönemde, GOÜ hisse senedi piyasalarına girişler yeniden başlarken, borçlanma senedi piyasalarına girişler zayıf seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.4.4).

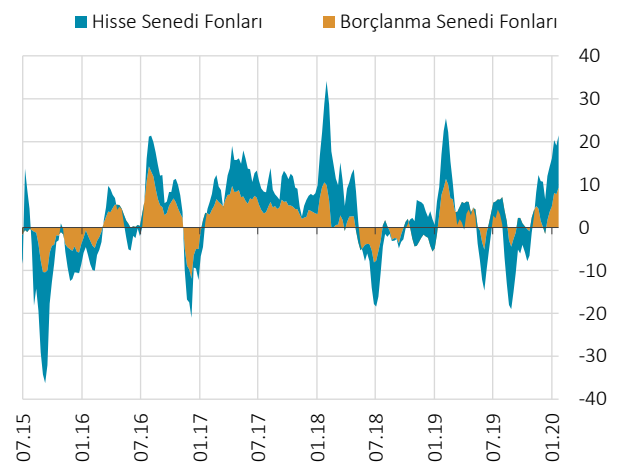
Borçlanma senedi piyasalarına girişler, yılın son çeyreğinde tüm bölgeler genelinde yavaş eğilimini devam ettirmiştir. Aynı dönemde, hisse senedi piyasalarından çıkışlar Orta Doğu ve Afrika bölgesi için sürerken, ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin çözümüne ilişkin olasılıkların artmasına bağlı olarak, diğer bölgelerde girişler gözlenmiştir (Tablo 2.4.1). Özellikle, Çin hisse senedi piyasalarına girişlerin hızlandığı izlenmiştir. Küresel risk iştahının yükselmesine rağmen gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme süreçlerinin duraklaması neticesinde, uluslararası yatırımcıların GOÜ'lerdeki daha yüksek riskli tahvillere yönelimindeki eğilimin bir önceki çeyreğe benzer olduğu değerlendirilmektedir.

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.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının büyümeyi destekleyici yönde olmaya devam etmesi, GOÜ'lere yönelik portföy akımları üzerinde artırıcı etki yapabilecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın, süregelen jeopolitik gerginliklerin yeniden tırmanması, korumacılık eğilimlerine ilişkin belirsizlikler ve ülkelere özgü kırılganlıklar nedeniyle, genişlemeci para politikalarının GOÜ'lere olumlu yansımalarının daha sınırlı kalma ihtimali bulunmaktadır.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ünelere 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
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
2019	Ç1	29,8	20,2	9,6	9,7	4,2	10,3	5,5
	Ç2	-6,7	7,9	-14,6	-8,1	-1,2	-0,9	3,5
	Ç3	-19,4	9,2	-28,6	-19,2	-0,7	0,8	-0,2
	Ç4	24,7	8,7	16,0	16,8	2,1	4,8	1,1

Kaynak: EPFR.

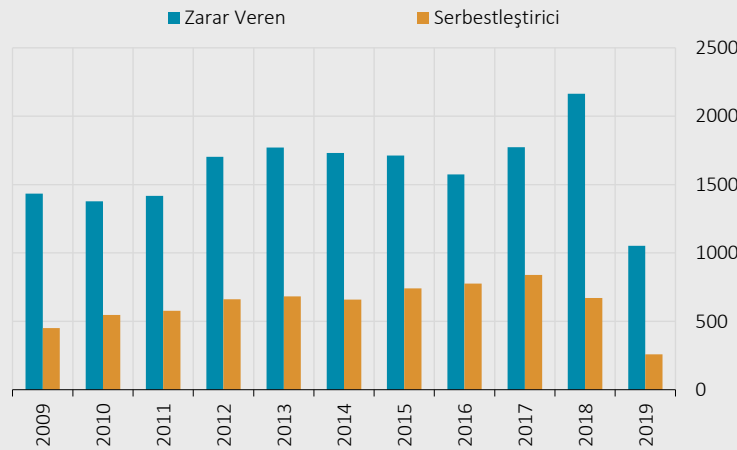
Kutu 2.1

Küresel Dış Ticarete İlişkin Müdahalelere Yakından Bir Bakış

Küresel finansal krizden günümüze dek dış ticaret ile ilgili birçok korumacı müdahale gündeme gelmiştir. Dış ticarete ilişkin bu adımlar, özellikle son yıllarda, ABD ve Çin arasında kendisini gösteren “ticaret savaşı” ile birlikte gerek politika yapımcılar gerekse akademik yazın açısından küresel konuların en önemli başlığı haline gelmiştir. Dış ticarete korumacı müdahalelerin, küresel ticaret, büyüme ve yatırımların yanı sıra küresel finans piyasalarını da etkilediği bilinmektedir (Caldara ve diğerleri, 2019; Evenett ve Fritz, 2019). Ekonomi Politikaları Araştırma Merkezi (CEPR) girişimiyle oluşturulan “Küresel Ticaret Uyarısı” (Global Trade Alert, GTA), küresel krizden günümüze dek dış ticarete alınan (i) ithalatla ilgili, (ii) ihracatı teşvik eden ve (iii) ihracatı kısıtlayan önlemleri “uluslararası ticarete zarar veren” ya da “uluslararası ticareti serbestleştirici” başlıkları altında, tasnif etmektedir.¹ Ayrıca alınan önlemlerin hangi sektörleri etkilediği ve ülkelerin birbirleriyle ilgili aldığı farklı önlemlerin diğer ülkeleri nasıl etkilediği de bu veri setinde yer almaktadır.

Günümüzde birçok firma ve uluslararası kuruluş tarafından takip edilen GTA, uluslararası ticareti kısıtlayıcı ya da serbestleştirici politika adımlarının analizine dair kapsamlı bir veri setine erişim olanağı sağlamaktadır (IMF, 2016). Kullanılan veri seti Birleşmiş Milletler tarafından toplanmaktadır. Veri setinde yer alan her bir ticari müdahale birkaç değişkenden (sektör, ürün, ülke ve bölge, vb.) oluşan bir sınıflandırma kullanılarak tanımlanmaktadır. Veri tabanı, uluslararası mal ve hizmet ticaretindeki müdahalelere dair bilgi verirken ticareti yapılan ürünlerin sınıflandırılmasında Harmonize Edilmiş Sistem kullanılmaktadır.² Yapılan müdahale sayısı kadar müdahalenin içeriği ve etki alanının da önemli olduğu dikkate alındığında GTA verilerine göre 1 Kasım 2008 tarihinden günümüze dek yapılan müdahalelerin küresel dış ticaret hacminin ortalama yüzde 30 civarında bir kısmını olumsuz etkilediği tahmin edilmektedir.³ Bu tahminde dış ticarete konu olan ülkelerin maruz kaldığı doğrudan etkilerin yanı sıra müdahalelerin dolaylı etkileri de göz önünde bulundurulmaktadır.

Grafik 1: Ülkelerin Dış Ticarete Yönelik Müdahale Sayısı (Adet)



Kaynak: Global Trade Alert (www.globaltradealert.org).

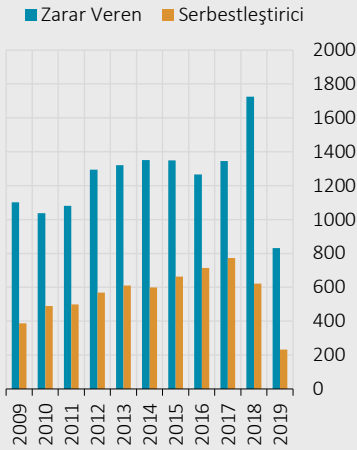
¹ Küresel Ticaret Uyarısı, bir ülkeye ait politika aracı uygulamasının ticarete konu olan yerel taraflara kıyasla yabancı taraflara yönelik yaklaşımı daha kötüleştirilmesi durumunda bahsi geçen uygulamayı uluslararası ticarete zarar veren olarak sınıflandırmaktadır.

² Harmonize Edilmiş Sistem (Harmonised System) 5000'e yakın farklı mal grubunu temsil eden ve 6 basamaklı sınıflandırma yapan bir sistemdir. Sistemde kullanılan sınıflandırma ve adlandırmanın yöntemine dair daha ayrıntılı bilgi için World Customs Organisation internet adresi ziyaret edilebilir.

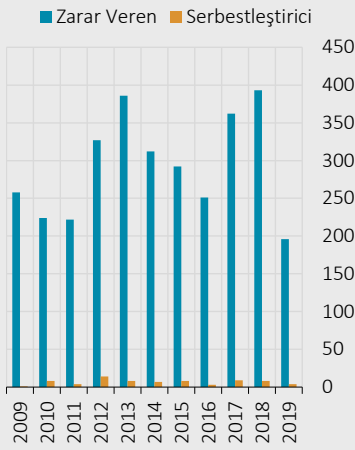
³ Veri tabanı, yapılan müdahale sayısı baz alınarak oluşturulsa da dış ticarete olan etkisi kapsamıyla da değerlendirilmiştir. Yapılmış olan değerlendirme tahmine dayalı olmakla birlikte, gerçekleştirmelerle büyük oranda uyum göstermektedir. Tahmin yöntemine dair ayrıntılı bilgi için Global Trade Alert Rehberi (Nisan 2019 versiyonu) incelenebilir.

Küresel finansal kriz sonrasında zarar veren müdahale sayısı, serbestleştirici müdahale sayısının oldukça üzerinde yer almıştır (Grafik 1). Her iki tipteki müdahale sayısının küresel krizden sonra artış eğiliminde olduğu; dış ticarete zarar veren müdahale sayısının ve aradaki makasın 2018 yılında zirve yaptığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle 2018 yılında sadece kısıtlayıcı müdahale sayısının artmasının değil aynı zamanda serbestleştirici müdahale sayısının azalmasının da küresel ticareti olumsuz etkilediği ileri sürülebilir.

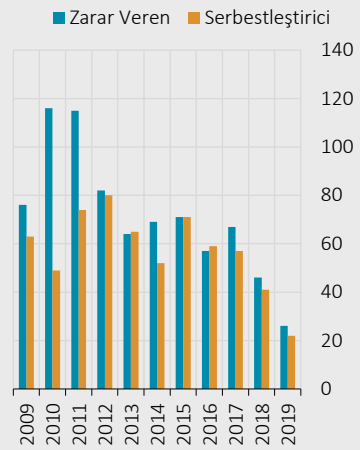
Grafik 2.a: İthalat ile İlgili Müdahale Sayısı (Adet)



Grafik 2.b: İhracat Teşviki ile İlgili Müdahale Sayısı (Adet)



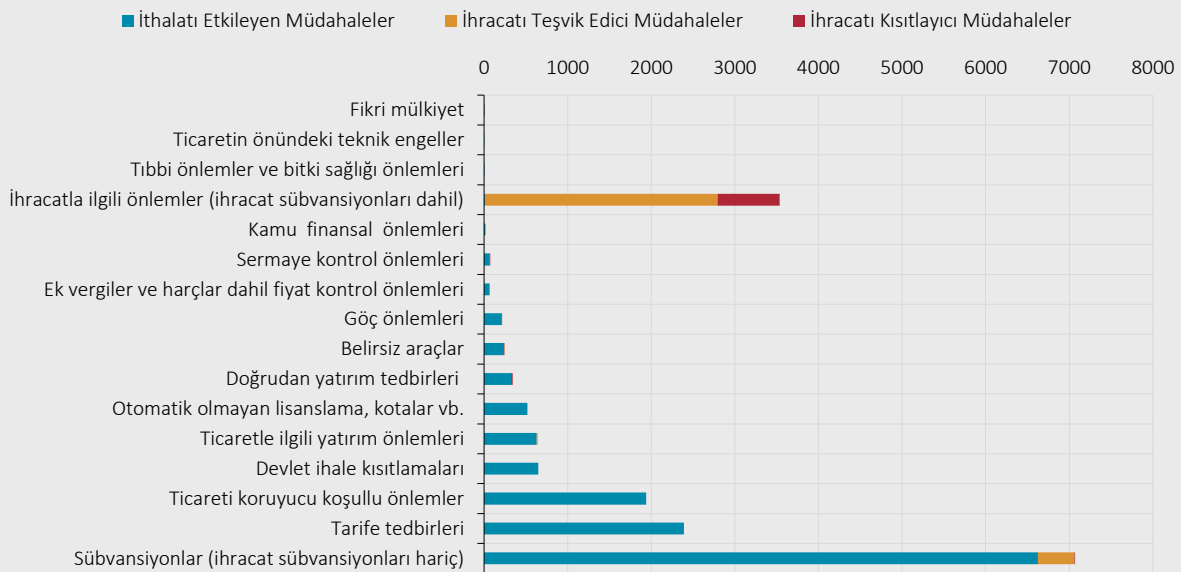
Grafik 2.c: İhracatı Kısıtlayıcı Müdahale Sayısı (Adet)



Kaynak: Global Trade Alert (www.globaltradealert.org).

Küresel ticaret müdahalelerinin ithalat ve ihracat ayrımı da etkilerin daha iyi anlaşılması için yol gösterici olabilmektedir. İthalatla ilgili müdahalelerin sayısının, ihracatı teşvik edici ve ihracatı kısıtlayıcı müdahale sayısının belirgin bir şekilde üzerinde yer aldığı görülmektedir (Grafik 2.a, Grafik 2.b ve Grafik 2.c). İthalat ve ihracat teşviki ile ilgili müdahalelerde kısıtlayıcı olanların sayısının her zaman serbestleştirici müdahalelerin sayısının üzerinde kaldığı görülmektedir. İhracatı kısıtlayan müdahale sayısı ise küresel krizi takip eden iki yılda benzer bir eğilim sergilerken, 2012 yılından sonra her iki tipteki müdahale sayısı birbirine yakın seyretmiştir.

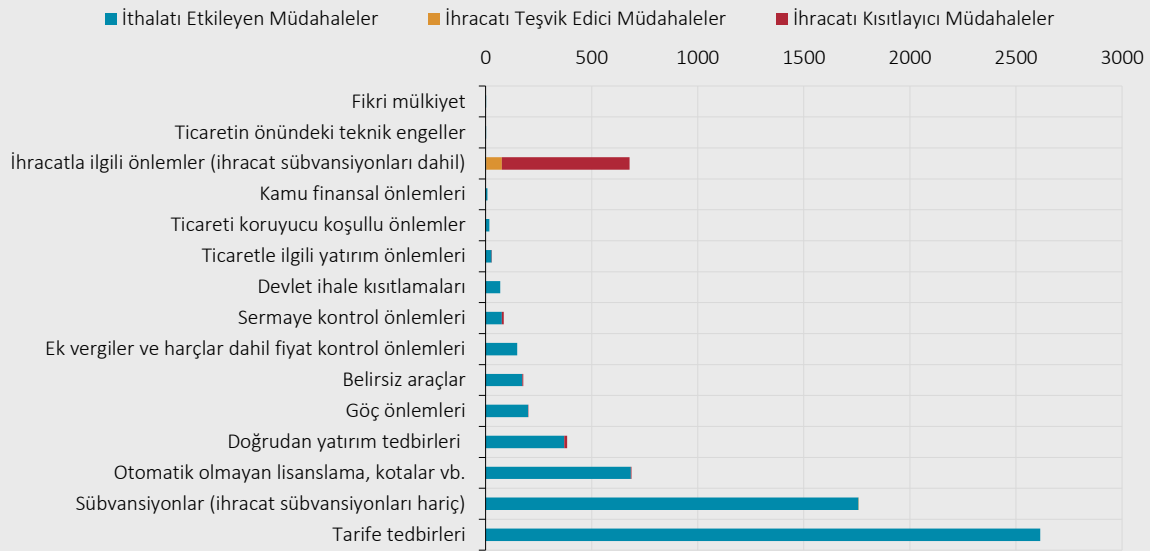
Grafik 3: Küresel Ticarete Zarar Veren Önlemlerde En Çok Kullanılan Politika Araçları (Adet)



Kaynak: Global Trade Alert (www.globaltradealert.org).

Söz konusu müdahalelerin hangi politika araçları kullanılarak yapıldığı ve hangi sektörleri etkilediği de önemli bir husustur. Grafik 3'te görüldüğü üzere 2009 yılından itibaren uluslararası ticarete zarar veren politika araçlarına baktığımızda ithalata yönelik müdahaleler ile ilgili sübvansiyonların, tarife tedbirlerinin, ticareti koruyucu koşullu önlemlerin ön planda olduğu anlaşılmaktadır. Sübvansiyonlar daha çok firmalara kredi teşvikleri, ödeme destekleri şeklinde uygulanmaktadır. İhracatı teşvik edici yönde etkileyen müdahalelerde ise ihracat sübvansiyonlarının da dâhil olduğu ihracat ile ilgili önlemler ve diğer sübvansiyonlar daha çok kullanılmıştır. Aynı şekilde ihracatı kısıtlayıcı yönde etkileyen müdahalelerde de en çok bahsi geçen iki araç tercih edilmiştir. Hem ihracat hem de ithalat tarafında en çok kullanılan araç olan devlet desteğinin doğrudan politika aracı olarak kullanılabilmesi ve etkinliğini daha çabuk göstermesi, ülkeler tarafından daha fazla tercih edilmesine yol açmaktadır (Anderson, 2004). Sübvansiyon ve tarifeler gibi geleneksel araçların yanı sıra koşullu ticaret-koruyucu önlemler, otomatik olmayan lisanslama ve kotaların koyulması gibi farklı müdahaleler de tercih edilebilmekte ve dış ticarete olan etkisi gözlenmektedir.

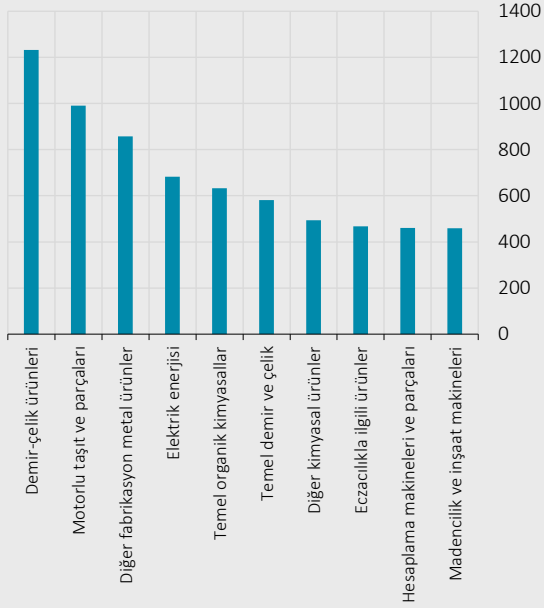
Grafik 4: Küresel Ticaret Serbestleştirici Önlemlerde En Çok Kullanılan Politika Araçları (Adet)



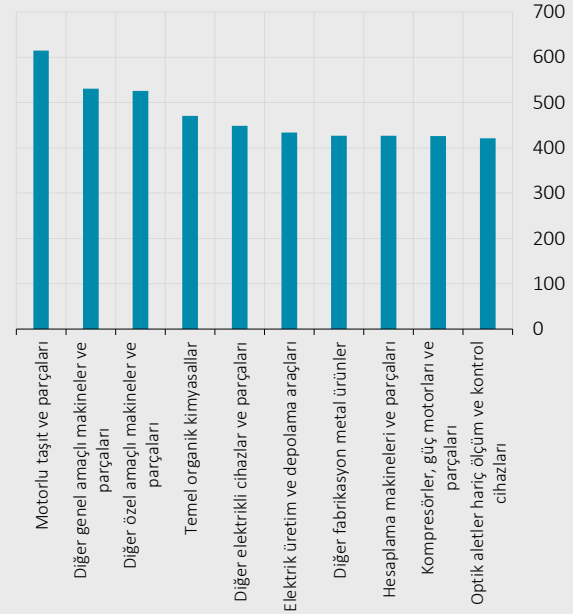
Kaynak: Global Trade Alert (www.globaltradealert.org).

Serbestleştirici politika araçlarında ithalatı etkileyen önlemlerden tarife tedbirlerinin, sübvansiyonların ve otomatik olmayan lisanslama ile kota uygulamalarının en çok kullanılan araçlar olduğu görülmektedir (Grafik 4). İhracata yönelik müdahaleler tarafında ise ihracat sübvansiyonlarının da dâhil olduğu ihracat ile ilgili önlemler dikkat çekmektedir.

Grafik 5.a: İthalat ile İlgili Kısıtlayıcı Müdahalelerden Etkilenen Başlıca Sektörler (İlk On Sektör, Adet)



Grafik 5.b: İthalat ile İlgili Serbestleştirici Müdahalelerden Etkilenen Başlıca Sektörler (İlk On Sektör, Adet)



Kaynak: Global Trade Alert (www.globaltradealert.org).

Sektörel ayırmada bakıldığında ithalata yönelik sınırlayıcı müdahaleler sayıca en fazla demir ve çelik ürünleri, motorlu taşıtlar, makine ve makine parçaları gibi ağır sanayi ve katma değeri yüksek ürünlerin bulunduğu gruplarda görülmektedir (Grafik 5.a ve Grafik 5.b). Aynı şekilde ithalat tarafında serbestleştirici müdahalelerden sayıca en fazla ağır sanayi ve yüksek katma değerli ürünlerin bulunduğu gruplar etkilenmektedir. Etkinin büyüklüğüne göre yapılan değerlendirmeler sonucunda ortaya çıkan bulgular da bahsi geçen sektörlerin en fazla etkilendiğini destekler niteliktedir.

İhracat tarafında ise küresel dış ticarete yönelik hem daha az önlem alındığı, hem de ithalata göre daha kısıtlı bir araç çeşitliliği olduğu görülmektedir. Bununla birlikte ihracatı teşvik eden müdahale sayısının kısıtlayıcı önlemlerden daha fazla tercih edildiği ve alınan önlemlerden en çok etkilenen sektörlerin ayrıştığı ortaya çıkmaktadır. Zarar verici önlemler tarafında katma değeri yüksek ürün grupları ve ağır sanayi ürünleri sayıca en çok etkilenirken, serbestleştirici önlemler tarafında ise tarım ürünleri ve hazır gıda ürünlerinin bulunduğu gruplar öne çıkmaktadır.

Sonuç olarak ülkelerin dış ticareti kontrol etmeye yönelik müdahaleleri, toplam ticaret hacmini ve buna bağlı olarak ülke ekonomilerini başta büyüme, yatırım, fiyat istikrarı olmak üzere birçok yönden etkilemektedir. Yapılan müdahalelerin sayısının son yıllarda artış gösterdiği ve bu durumun küresel ticareti belirgin ölçüde etkilediği görülmektedir. Müdahalelerin daha çok ithalata yönelik olduğu; kısıtlayıcı önlemlerin artmasının yanında serbestleştirici yönde atılan adımların sayısının azaldığı da not edilmelidir. 2018 yılıyla birlikte zirve yapan müdahalelerin kısa vadede ülkelerin net ticaretine ve büyümesine olumsuz yönde tesir ettiği bilinse de uzun vadede, dünya ekonomisini nasıl etkileyeceği takip edilmeye değer bir konu olacaktır.

Kaynakça

Anderson, K. (2004). Subsidies and Trade Barriers. Copenhagen Consensus Challenge Paper çalışma tebliği. Aşağıdaki adresten erişilebilir: <https://www.gtap.agecon.purdue.edu/resources/download/2015.pdf>

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., & Raffo, A. (2019). Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity? FED Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Evenett, S. J., & Fritz, J. (2019). Going It Alone? Trade Policy After Three Years of Populism. The 25th GTA Report. Centre for Economic Policy Research.

IMF. (2016). Subdued Demand: Symptoms and Remedies. World Economic Outlook. International Monetary Fund.

