

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın ilk yarısına ilişkin veriler, küresel büyümenin istikrar kazandığını ve gücünü korumaya devam ettiğini göstermektedir. Gelişmiş ülkeler grubunda, ABD için büyüme daha olumlu ve istikrarlı bir görünüm arz ederken; yılın ilk çeyreğinde Euro Bölgesi, Japonya ve İngiltere’de büyüme hızında yavaşlama meydana gelmiş ve yıl sonu tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. ABD’de artan getirilere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin para birimleri üzerinde oluşan baskı, yükselen petrol fiyatları ve dış ticarete küresel ölçekte artan korumacılık söylemleri, gelişmekte olan ülkeler grubunda da büyümenin ülkeler arasında farklı görünüm arz etmesine yol açmaktadır. Önümüzdeki döneme ilişkin ise, jeopolitik gelişmeler ve dış ticarete belirgin ölçüde artan korumacılık söylemlerine bağlı olarak, küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskler daha belirgindir. Haziran ayı başında, ABD’nin demir çelik ve alüminyum ithalatında ek gümrük tarifesinin uygulanacağı ülkeler kapsamını genişletmesi dış ticarete korumacılığın küresel ölçekte artma olasılığını yükseltmekte; söz konusu politikaya taraf olan ülkeler de küresel dış ticareti daraltacak karşı adımları gündeme getirmektedir. Bahsi geçen ek gümrük tarifesinin Avrupa Birliği ülkeleri için de uygulanacak olması ve politik belirsizlikler, küresel büyümenin önemli belirleyicilerinden biri olan Avrupa Birliği Bölgesinde iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel büyümenin olumlu seyrine paralel olarak yükselen emtia fiyatları ve enerji fiyatlarına karşın, tüketici ve çekirdek enflasyon oranları ılımlı seyretmeye devam etmektedir. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmeler ile dış ticaret politikalarına dair belirsizliklerin, başta enerji ve metal olmak üzere, emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde ücretlerin ivmelenme olasılığı da enflasyonu artırabilecek en önemli risk unsurlarından biri olarak öne çıkmaktadır.

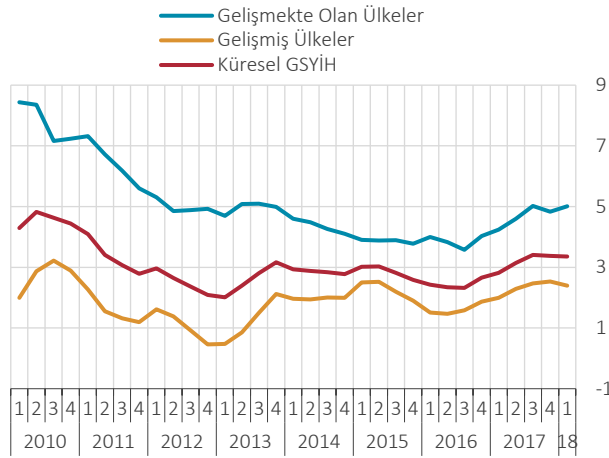
Gelişmiş ülkelerde finansal koşullar, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sıkılaştırmıştır. Özellikle ABD’de süregelen olumlu büyüme performansı ve genişletici maliye politikası olarak değerlendirilebilecek yeni vergi yasası, önümüzdeki dönemde Fed’in para politikasındaki normalleşme sürecini hızlandırmasına uygun bir zemin oluşturmaktadır. Bu bağlamda, Fed’in 2018 yılında toplam dört faiz artışı yapma olasılığı bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin ölçüde yükselmiş; buna paralel olarak ABD tahvil getirileri artmıştır. Değerlenme eğilimine giren ABD dolarının da etkisiyle, yakın dönemde küresel finansal piyasalarda dalgalanmalar meydana gelmiş; gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı bozulmuş; döviz kurlarında değer kaybı ve oynaklık artışının yanı sıra portföy akımlarında yılın ikinci çeyreğinde zayıflama gözlenmiştir. Gelişmiş ülkelerde gözlenen finansal koşullardaki sıkılık, süregelen jeopolitik belirsizlikler ve dünya ticaretinde artan korumacılığın olası negatif etkileri birarada değerlendirildiğinde gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarındaki bozulmanın önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

Küresel ekonomi politikalarının seyrine ilişkin belirsizlikler, küresel dış ticareti daraltıcı politikalar ve jeopolitik riskler küresel ekonominin büyüme potansiyelini sınırlamaktadır. Bu bağlamda, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği önem arz etmektedir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette 2017 yılı boyunca gözlenen olumlu büyüme eğilimi, bu yılın ilk çeyreğinde de devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerini korumuştur (Grafik 2.1.1). Bu gelişmede, bir önceki çeyreğe kıyasla gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelere yaşanan olumlu büyüme performansı etkili olmuştur. Bu dönemde, ABD gelişmiş ülkeler büyümesine en fazla katkı veren ülke olurken, büyüme hızı Euro Bölgesi, Japonya ve İngiltere’de önceki çeyreğe göre bir miktar gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, Çin ve Hindistan en hızlı büyüyen ülkeler olarak öne çıkarken, Brezilya’da büyüme önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları bölgesel olarak değerlendirildiğinde büyüme performansı yılın ilk çeyreğinde, Asya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgelerinde önceki çeyreğe göre çok daha olumlu bir seyir izlemiştir (Grafik 2.1.2).

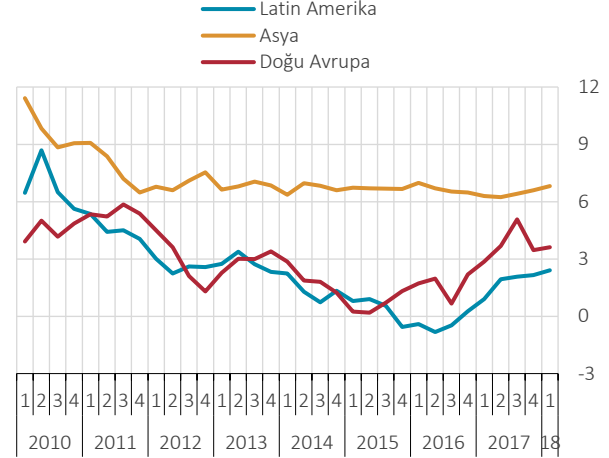
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)

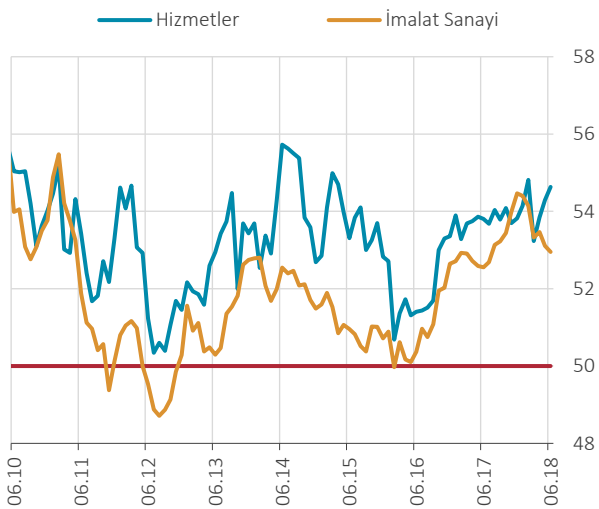


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

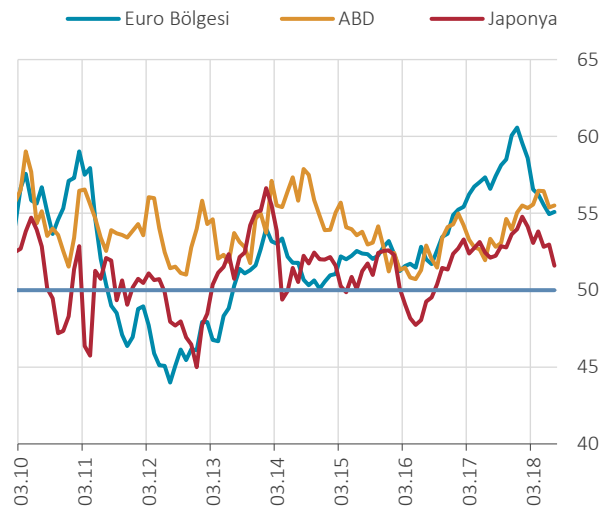
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, ilk çeyreğe göre imalat sanayi için daha olumsuz, hizmetler sektörü içinse daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, ABD imalat sanayi PMI göstergesinin bir önceki çeyreğe göre yükseldiği görülmektedir. Gerek PMI göstergesindeki iyileşme gerekse işgücü piyasasındaki gelişmeler, ABD ekonomisindeki olumlu büyüme görünümünün yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmekte ve büyüme hızının ilk çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşeceği beklentisini oluşturmaktadır. Ayrıca 1 Ocak tarihinde yürürlüğe giren ve hem gelir hem de kurumlar vergisi oranlarında indirime gidilen yeni vergi yasasının ABD'de iç talebi, dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini söylemek mümkündür. Nitekim tüketici güven endekslerinin tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyrediyor olması bu yargıyı desteklemektedir. Buna karşın Euro Bölgesi ve Japonya'da imalat sanayi PMI verileri yılın ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir (Grafik 2.1.4). Bahsi geçen veriler, Euro Bölgesi'ndeki olumlu büyüme performansının bir miktar güç kaybettiğini ve Japonya'nın büyüme hızındaki yavaşlamanın ikinci çeyrekte de devam ettiğini göstermektedir. Benzer bir durum İngiltere ve Kanada için de söz konusudur.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

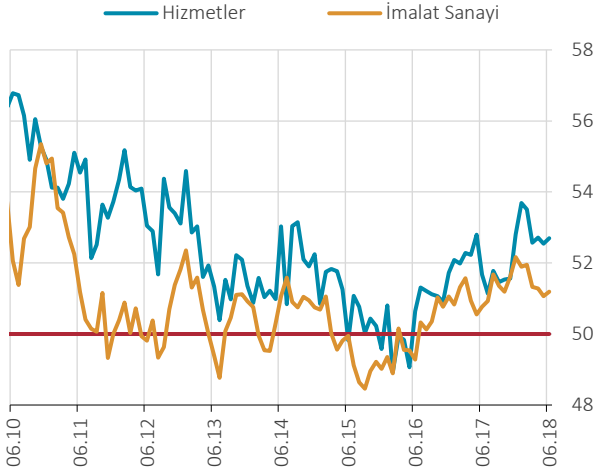
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

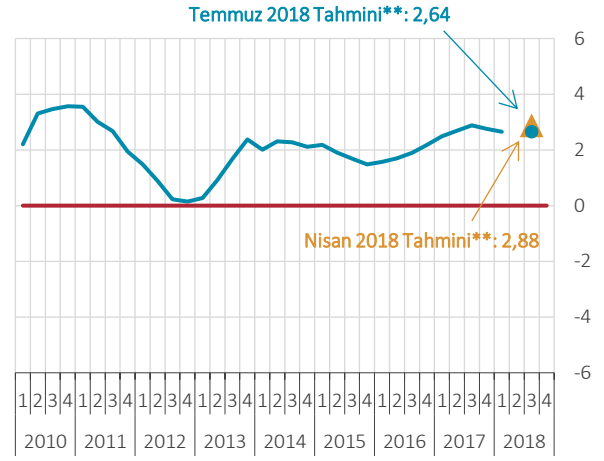
Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayi ve hizmetler PMI göstergeleri, bu yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir (Grafik 2.1.5). Bu gelişmede başta Brezilya olmak üzere Latin Amerika Ülkelerinin PMI verilerindeki bozulma belirleyici olmuştur. Benzer bir durum Doğu Avrupa Bölgesi için de söz konusudur. Buna karşın başta Hindistan olmak üzere, Asya Bölgesinde PMI göstergelerinin olumlu bir görünüm sergilediği gözlenmektedir. Bu veriler çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelerin, yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe göre özellikle Latin Amerika kaynaklı olarak daha yavaş bir büyüme performansı sergileyebileceği ve büyüme hızının ilk çeyrekteki seviyesinin altında kalacağı öngörülmektedir.

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi* (Yıllık Ortalama % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

** 2018 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Özetle, küresel ekonomide yaşanmakta olan olumlu büyüme eğiliminin, yılın ikinci çeyreğinde de devam edeceği, ancak küresel büyüme hızının bir önceki döneme kıyasla daha düşük bir düzeyde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bu dönemde küresel büyümenin itici güçlerinin, gelişmiş ülkeler tarafında ABD, gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Çin ve Hindistan olması beklenmektedir.

Yılın ikinci yarısına ilişkin olarak, ABD büyümesinin olumlu seyrini devam ettirmesi, buna karşın Euro Bölgesindeki büyüme performansının bir miktar yavaşlaması beklenmektedir. Temmuz ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2018 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminlerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, ABD için yukarı yönlü, Euro Bölgesi için aşağı yönlü güncellenmesi bu beklentiye destekler niteliktedir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, yılın ikinci çeyreğinde gözlenen sermaye çıkışlarının devam ederek, söz konusu ülke grubunun büyüme performansını olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Nitekim, Latin Amerika Bölgesine ilişkin 2018 yılsonu büyüme tahminleri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, belirgin ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu bağlamda, başta Latin Amerika Ülkeleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızındaki yavaşlamanın yılın ikinci yarısında da devam edeceği tahmin edilmektedir.

2018 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahmini bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile aynı düzeyde kalmıştır (Tablo 2.1.1). Ancak, Temmuz ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir miktar gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Söz konusu gerilemede, Euro Bölgesine ilişkin yıl sonu büyüme tahmininin aşağı yönlü güncellenmesi belirleyici olmuştur. Bu çerçevede, Türkiye'nin 2018 yılına ilişkin dış talep görünümü, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre özellikle Euro Bölgesi kaynaklı olmak üzere bir miktar zayıflamakla birlikte, olumlu seyrini korumuştur.

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

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

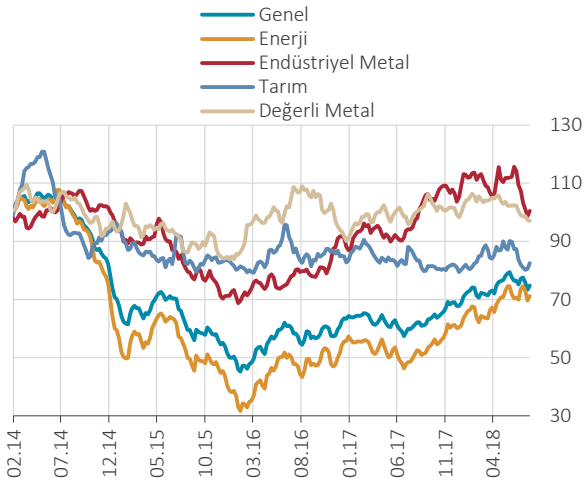
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia genel endeksindeki artış eğilimi yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştü ve bir önceki çeyreğe göre yüzde 25,2 oranında yükseliş kaydetmiştir. Bu dönemde, tüm alt gruplarda artış gözlenirken, enerji fiyatları endeksindeki artış genel fiyat endeksindeki yükselişin üzerine çıkmıştır. Buna göre, enerji fiyatları yüzde 38,6; endüstriyel metal fiyatları yüzde 21,4 gibi yüksek oranda artış kaydederken; tarım ve değerli metal fiyatları, sırasıyla, yüzde 4,8 ve 3,1 oranlarında yükselmiştir (Grafik 2.2.1).

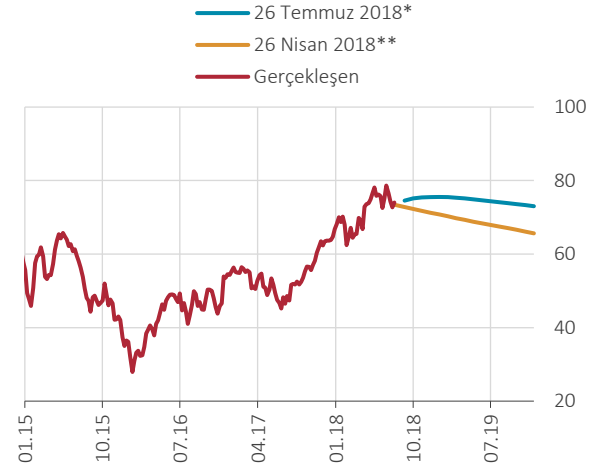
Yılın ilk çeyreğinde küresel büyümedeki olumlu görünüme bağlı olarak artış eğilimini devam ettiren endüstriyel metal fiyatları, yılın ikinci çeyreğinde dış ticaret politikalarındaki korumacı eğilimlerin artmasıyla yoğunlaşan riskler dolayısıyla daha yatay bir seyir izlemiştir. Bunun yanında, Çin’de üç yıllık bir program çerçevesinde uygulanan çevre politikaları dolayısıyla devam eden üretim kısıntısına karşın, kredi koşullarının sıkılaşması ve iç talebin görece durgun seyretmesinin de söz konusu fiyat hareketleri üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, ABD’nin İran ile yapılan nükleer anlaşmadan çekilmesi ve İran’a yeniden ve daha sert bir ekonomik ambargo uygulanacağını açıklaması; yılın ilk çeyreğinde olumlu küresel büyüme görünümü ve ham petrol piyasasındaki arz-talep dengelenmesi ile gözlenen yukarı yönlü fiyat eğilimini güçlendirmiştir. Haziran ayı sonunda, OPEC üyesi ülkeler, daha önceki petrol üretimi kısıtlama kararlarını sonlandırmış ve petrol üretimini artıracaklarını duyurmuştur. Ancak, söz konusu kararın fiyatlar üzerinde oluşturması beklenen gevşetici etki, gerek yaz aylarında talebin mevsimsel olarak artışı gerekse jeopolitik nedenlerle önemli petrol üreticisi ülkelerde arz kesintilerinin sürmesi nedeniyle kısıtlı kalmıştır. Öte yandan, altın fiyatlarındaki yatay seyir, yılın ikinci çeyreğinde de, gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreçlerinin güçlü bir şekilde devam etmesi ve ABD dolarının güçlenmesine bağlı olarak korunmuştur.

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg.

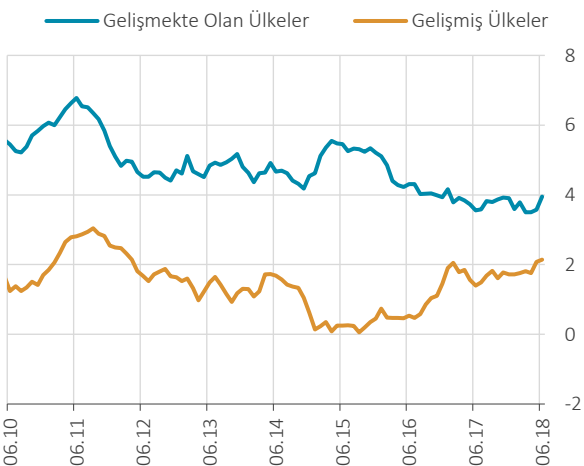
*1-26 Nisan 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

**1-26 Temmuz 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik gelişmeler emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk unsuru oluşturmaktadır. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, ithalat talebini azaltıcı etkisinin yanı sıra küresel büyüme üzerindeki potansiyel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerindeki aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Önümüzdeki dönemde, petrol fiyatları üzerinde OPEC üretim kararlarının etkilerinden ziyade ABD kaya petrolü üretiminin seyrinin belirleyici olacağı düşünülmektedir. Ham petrol piyasasının daha dengeli bir düzleme yakınsadığı bir dönemde, ABD kaya petrolü üretimindeki artışın, özellikle alt yapı sorunlarına bağlı olarak, yavaşlamış olması, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü ek baskı unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2018 yılı sonunda 75 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

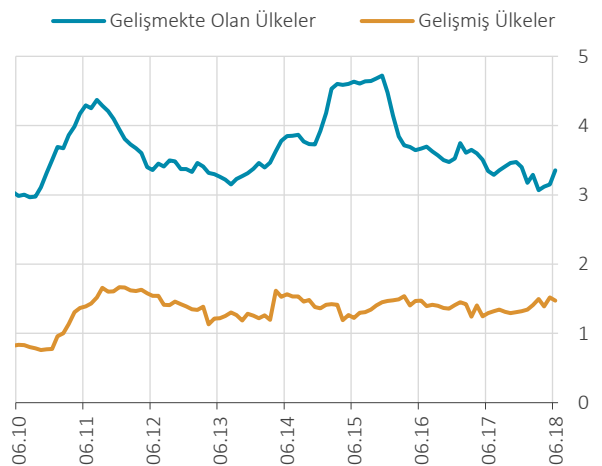
Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, yükselen emtia fiyatlarına paralel olarak, gerek manşet gerekse çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında bir miktar artmakla birlikte ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). 2018 yılına ilişkin enflasyon beklentileri ise, bazı gelişmiş ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Gelişmiş ülkeler tarafında, ABD’de düşük verimlilik artışlarının, işsizlik oranının ima ettiği sıkı emek piyasasının enflasyonist etkisini sınırlandırdığı düşünülmektedir. Bununla birlikte, anket ve piyasa bazlı enflasyon beklentilerinin yüzde 2’lik enflasyon hedefi civarında olmasına karşılık son dönemde artan petrol fiyatları, manşet enflasyonunu çekirdek enflasyon göstergelerine göre bir miktar daha yükseltmiştir. Euro Bölgesi için, vadeli petrol fiyatları kullanılarak oluşturulan enflasyon tahminleri, tüketici enflasyonunun 2018 yılında yüzde 2 civarında seyretmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Orta vadede, ECB’nin para politikası adımlarının, azalan atıl kapasitenin ve ücret artışlarındaki ivmelenmenin, Euro Bölgesindeki çekirdek enflasyon göstergelerini ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine yükselteceği tahmin edilmektedir. Japonya’da ise manşet ve çekirdek enflasyon oranı yüzde 2’nin altında olup enflasyon beklentilerinde değişim gözlenmemektedir. Öte yandan İngiltere’de, değer kaybeden İngiliz sterlini ve artan petrol fiyatları, yüzde 2’lik hedefin üzerinde seyreden tüketici ve çekirdek enflasyon oranlarına ilişkin yakın dönem tahminlerin yukarı güncellenmesine neden olmuştur.

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

	Nisan		Temmuz	
	2018	2019	2018	2019
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,5	2,1	2,5	2,2
Euro Bölgesi	1,5	1,5	1,7	1,6
Almanya	1,7	1,8	1,9	1,9
Fransa	1,5	1,5	1,8	1,6
İtalya	1,2	1,3	1,2	1,4
İspanya	1,4	1,5	1,8	1,7
Yunanistan*	0,7	1,2	0,8	1,1
İngiltere	2,6	2,2	2,5	2,1
Japonya	1,0	1,0	1,0	1,1
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik (Japonya hariç)	2,5	2,6	2,5	2,5
Çin	2,3	2,3	2,2	2,3
Hindistan**	4,8	4,8	4,9	4,8
Latin Amerika	338,6	36,1	1653,7	383,3
Latin Amerika (Venezuela hariç)	5,9	5,2	7,3	6,0
Brezilya*	3,5	4,1	4,1	4,2
Doğu Avrupa	5,0	4,8	5,5	5,3
Rusya*	3,7	4,0	3,6	4,1

Kaynak: Consensus Forecasts.

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk faktörleri bulunmaktadır. Yakın dönemde ABD doları birçok gelişmekte olan para birimi karşısında değer kazanmıştır. Fed’in bilanço küçültme ve faiz artırma süreci devam ederken ABD’de genişletici maliye politikalarına bağlı olarak artan hazine borçlanma gereksinimi, küresel dolar likiditesini azaltmaktadır. Bu koşullar altında gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde devam edebilecek değer kayıpları ile Ortadoğu’daki jeopolitik gelişmeler nedeniyle petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarında gerçekleşebilecek yükselişler küresel enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Bunun yanında, ABD tarafından ara malı ve tüketim malı grubu ürünlerine uygulanan tarifelerin artırılması, gerek ABD’de gerekse tarifelerin

yükseltildiği taraf ülkelerde tüketici enflasyonunda orta vadede hızlanmaya neden olabilecektir. Söz konusu olası enflasyonist etkinin süresi, ticarete kısıtlayıcı önlemlerin ürün ve ülke bazında ne derece katı bir şekilde uygulanacağı ile doğrudan ilintili olacaktır.

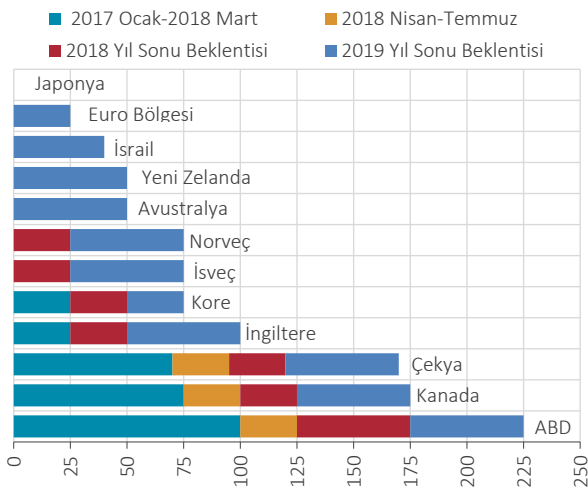
2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Haziran ayında gerçekleşen Fed ve ECB toplantılarında alınan kararlar, ilgili ülkelerin para politikalarında öngörülenden bir miktar daha hızlı bir normalleşme sürecine işaret etmektedir. Genel olarak kademeli sıkılaşıma eğiliminden bir sapma olmamakla birlikte iletişimi yapılan sıkılaşıma hızı bir önceki Rapor dönemine göre artmıştır (Kutu 2.1). Bloomberg beklenti anketi, Fed için 2018 ve 2019 yıllarında toplam altı artış; ECB için 2019 yılı son çeyreğinde bir artış öngörmektedir. Diğer gelişmiş ülke para politikalarında ise beklentiler dâhilinde sıkılaşıma eğilimi sürmüştür; Nisan-Temmuz döneminde Kanada ve Çekya merkez bankaları politika faizlerini 25'er baz puan daha artırmıştır (Grafik 2.3.1).

Fed, Haziran ayı toplantısında 2018 yılındaki ikinci politika faiz artışını gerçekleştirmiştir. Ayrıca 2018 yılı için medyan faiz artış sayısı dört olarak güncellenmiştir. Basın duyurusunda, ekonomik canlanma ve işgücü piyasası ile ilgili bazı ifadeler güçlendirilmiş, faiz artışlarına neden olan altyapının belirginleştiği sinyali verilmiştir. Son olarak Fed, 2019 yılından başlamak üzere, her faiz kararı sonrası basın toplantısı düzenlenmesini kararlaştırmıştır. Hâlihazırda, yıl içerisindeki sekiz faiz kararının dördünde basın toplantısı düzenlenmekte ve yazılı bir kural olmamasına karşın, teamülen, yalnızca basın toplantısı olan aylarda faiz değişikliğine gidilmektedir. Dolayısıyla, yılda en fazla dört defa faiz artırması beklenen Fed'in, bu değişiklik ile birlikte, her toplantı sonrası faiz değişimi yapmasına olanak sağlanmıştır.

ECB'nin Haziran ayı toplantısı politika normalleşmesi konusunda yakın gelecekte atılacak adımların netlik kazandığı bir toplantı olmuştur. Söz konusu toplantıda tahvil alımlarının Ekim ayından itibaren 30 milyar eurodan 15 milyar euroya düşürülmesi ve Aralık ayı sonunda tahvil alım programının sonlandırılması kararı alınmıştır. Ayrıca, faiz artışının 2019 yılı yaz aylarından önce yapılmasının beklenmediği yönünde bir sözleşme ifadesi duyuruya eklenmiştir. Enflasyon tahminlerinin yükseltilmesi ve kapasite kullanım oranları ile ücret yönlü maliyet baskılarına vurgu yapılması, Banka'nın son dönemde keskin bir artış gösteren enflasyon eğilimine karşı duruşunu şahinleştirdiğine işaret etmektedir. Para politikasında yapılan bu değişiklikler piyasa beklentilerine paralel olmakla birlikte, ECB, Ağustos ayı toplantısına kadar öteleyebileceği bu kararları, artan enflasyon nedeniyle, Haziran ayında açıklamayı tercih etmiştir. Bununla birlikte büyüme eğilimindeki yavaşlama nedeniyle temkinli duruş korunmaktadır.

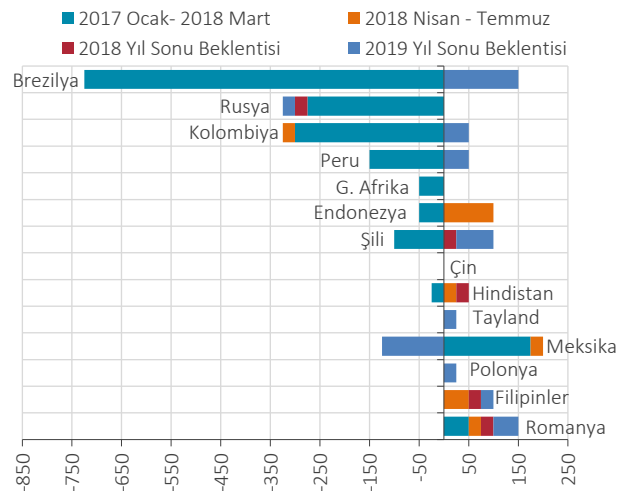
Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2019* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 27 Temmuz 2018 itibarıyla.

Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2019* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gerçekleşmeler 27 Temmuz 2018 itibarıyla.

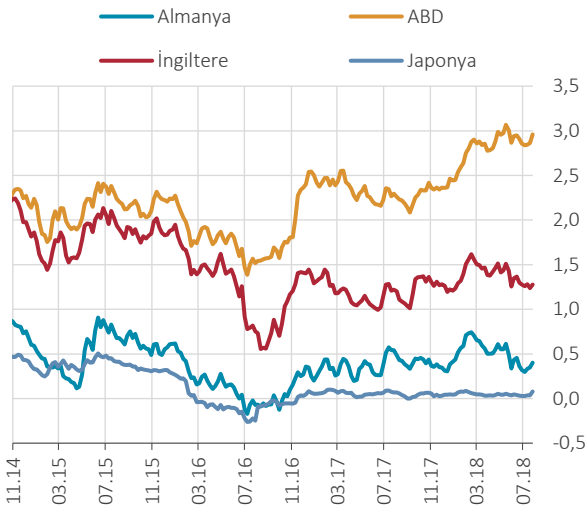
Gerek Fed gerekse ECB için, anketlerin ve kendi açıklamalarının ima ettiği muhtemel faiz patikası ile finansal piyasalarda fiyatlanan faiz oranları arasında belirgin bir farklılık bulunmaktadır. Bir başka deyişle, bu senaryolar henüz piyasada tam olarak fiyatlanmamıştır. Dolayısıyla, enflasyonun orta vadeli hedefe kalıcı olarak ulaştığı algısı güçlendiği ve 2018-2019 yılları için Fed'in toplam altı, ECB'nin bir faiz artışı yapma olasılığı ağırlık kazandığı takdirde, finansal piyasalar ve risk iştahı üzerinde etkilerinin olması muhtemeldir.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşlarında da, artan enflasyon eğilimi ve sıkılaşan küresel finansal koşullar nedeniyle görece bir sıkılaşma meydana gelmiştir. Bu bağlamda, faiz indirimleri hız kaybetmiş; küresel finansal koşullardan olumsuz etkilenen Endonezya, Hindistan ve Meksika'da merkez bankaları faiz artışına gitmişlerdir. Beklentiler özellikle 2019 yılında sıkılaşma eğiliminin belirginleşeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.2).

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

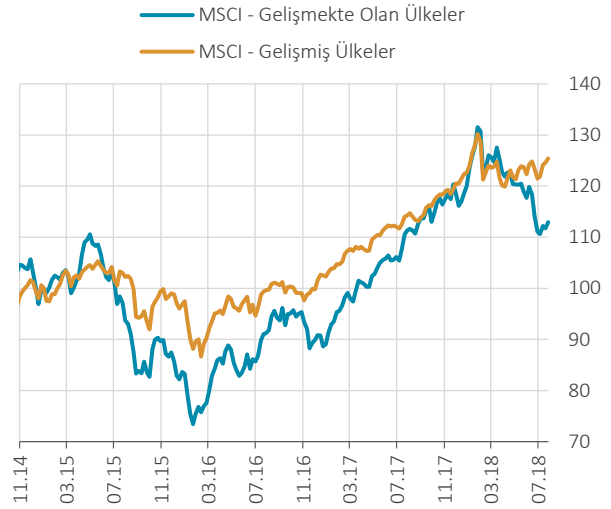
2018 yılının ikinci çeyreğinde, dış ticarete artan korumacılık önlemleri küresel tahvil ve hisse senedi piyasalarında etkili olmuştur. Başta ABD olmak üzere Çin ve Avrupa Birliği'nden gelen ek gümrük vergisi adımlarının küresel büyüme üzerindeki olası düşürücü etkisi, merkez bankalarının politika belirsizliklerinde ve güvenli varlık talebinde artışa yol açmış ve tahvil getirilerinde gerileme meydana gelmiştir (Grafik 2.4.1). Küresel ticaret hacminin azalacağına ve firma karlılıklarının düşeceğine yönelik beklentilerin artması ise gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarından hızlı çıkışları beraberinde getirmiş; gelişmiş ülke hisse senedi piyasaları ise yataya yakın seviyede kalmıştır (Grafik 2.4.2).

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

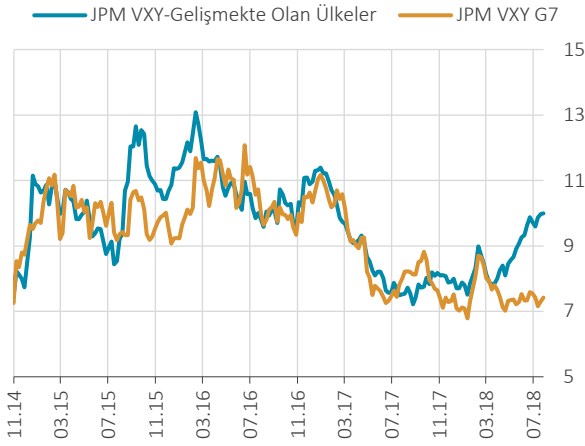
Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

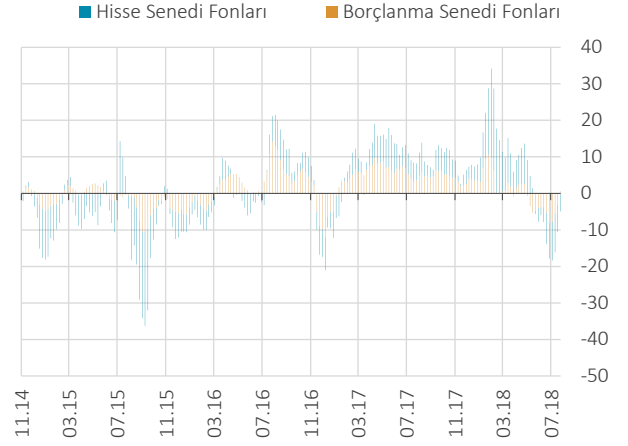
Artan korumacılık önlemlerinin beraberinde getirdiği risk algısındaki bozulma nedeniyle gelişmekte olan ülkelerdeki tahvil ve hisse senedi piyasalarında gerçekleşen çıkışlara paralel olarak söz konusu ülke kur oynaklıkları yüksek oranda artarken, gelişmiş ülke para birimleri oynaklıklarındaki artış sınırlı olmuştur (Grafik 2.4.3).

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.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy girişleri, 2018 yılı başındaki güçlü seyrini kaybetmekle birlikte yılın ilk çeyreğinde sürmüştür. Bununla birlikte, yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkeler para politikasındaki normalleşme sürecinin güçlenmesi, dış ticarete korumacılık söylemlerinin giderek artması ve makroekonomik temelleri görece daha kırılgan gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal bozulma, bahsi geçen ülke grubuna yönelen portföy akımları üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Bu bağlamda, Mayıs ayı başından itibaren gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışları gözlenmeye başlamıştır (Grafik 2.4.4). Bu dönemde, portföy akımları açısından bu ülkeler arasında ayrışma gözlenmiştir; Arjantin, Brezilya ve Güney Afrika gibi finansal ve makroekonomik kırılganlıkları görece daha yüksek olan ülkelerin portföy hareketleri üzerinde daha olumsuz etkiler izlenmiştir. ABD'nin dış ticarete ilişkin korumacılık önlemlerinin öznesi konumundaki Çin'e yönelen portföy hareketlerinin ise söz konusu ülkelere kıyasla daha olumlu bir görünüm sergilediği gözlenmiştir.

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

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1

Kaynak: EPFR.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarına bölgesel olarak bakıldığında, 2018 yılının ikinci çeyreğinde, Haziran ayından itibaren daha belirgin olmak üzere, tüm bölgelerde, gerek borçlanma gerekse hisse senedi piyasalarından portföy çıkışları gözlenmiştir (Tablo 2.4.1).

Gelişmiş ülkeler finansal koşullarında meydana gelen sıkılaştırmanın yakın gelecekte de devam edecek olması, süregelen jeopolitik belirsizlikler ve dünya ticaretinde artan korumacılığın olası negatif etkileri, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında halihazırda gözlenen zayıf seyrin önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir.

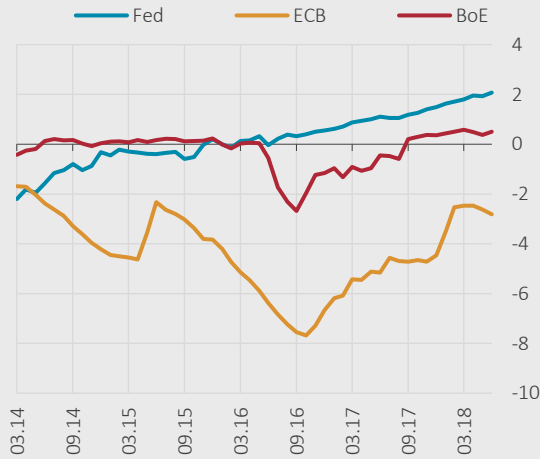
Kutu 2.1

Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Normalleşmesi: Hangi Aşamada, Neler Bekleniyor?

Küresel büyüme görünümü ve küresel risk iştahı açısından gelişmiş ülkelerde para politikası normalleşme hızının önemi birçok kez vurgulanmış; öngörülenden hızlı bir sıkılaştırma önemli bir risk unsuru olarak belirtilmiştir. Sıfıra yakın veya negatif faiz oranları ile tahvil alım programları uzun bir süre gelişmiş ülkelerde para politikası çerçevesini oluşturmuş, ancak merkez bankaları politika alanını genişletmek ve finansal istikrarı gözetmek adına para politikasını kademeli olarak normalleştirmeye başlamıştır. Başlangıçta enflasyonun hedef altındaki seyrini koruması normalleşme sürecini zorlaştırırsa da özellikle 2018 yılı başından itibaren enflasyonun hedeflerle daha uyumlu seyretmesi normalleşmenin hızlanmasını sağlamıştır. Bugüne kadar normalleşme süreci kademeli olarak devam etmiş, ancak son dönemde sürecin GOÜ'ler üzerindeki etkileri daha belirgin hissedilmiştir.

Gelinen noktada Fed, ECB, İngiltere, Kanada ve Çekya merkez bankaları normalleşme süreçlerini sürdürmektedir. Fed tahvil alımlarını bitirmiş; faiz artırımı sürecine girmiş ve bilanço küçültmeye başlamıştır. İngiltere Merkez Bankası da tahvil alımlarını tamamlamış ve ilk faiz artışını gerçekleştirmiştir. ECB tahvil alımlarını azaltma aşamasında olup yıl sonu itibarıyla tahvil alım programını tamamlayacağını duyurmuştur. Tahvil alımı yapmayan Kanada ve Çekya merkez bankaları da faiz artırımlarına başlamıştır. Politika faizinin yanı sıra geleneksel olmayan para politikalarının da etkilerini yansıtan gölge kısa vadeli faizler artış eğilimindedir (Grafik 1). Ayrıca Fed'in bilançosunda küçülme gözlenmiş; ECB'nin de azalttığı tahvil alımları sonrası bilanço büyüme hızı düşmüştür (Grafik 2).

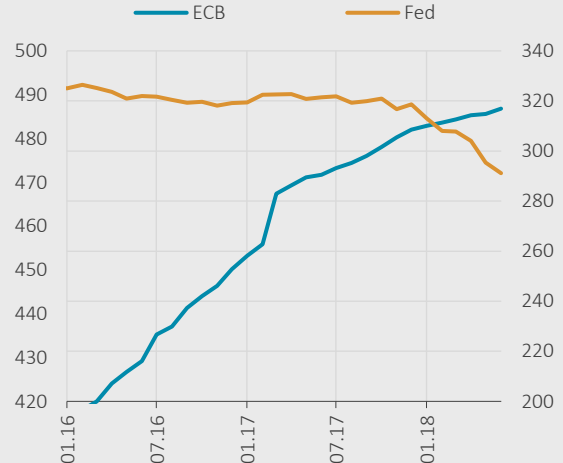
Grafik 1: Gölge Politika Faizleri (%)



Kaynak: Yeni Zelanda Merkez Bankası.

Son Gözlem: Haziran 2018.

Grafik 2: Bilanço Büyüklükleri (Ağustos 2008=100)



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: Haziran 2018.

Haziran ayı, Fed ve ECB kararları normalleşme sürecinde önemli bir adıma işaret etmektedir. Özellikle ECB geleceğe yönelik daha net mesajlar vermiştir. Aslında her iki ülke enflasyon eğilimlerindeki artış, merkez bankalarının hedefle uyumlu bir enflasyon patikasına kalıcı olarak eriştiği yönündeki inancı güçlendirmiş; bu durum normalleşme süreci ile ilgili iletişimin biraz daha belirginleşmesine neden olmuştur.

Fed beklendiği üzere politika faizini 25 baz puan daha artırmış; ayrıca politika faizi seviyesine ilişkin medyan beklentiler hem 2018 hem 2019 için 25 baz puan yükselmiştir¹. Fed 2019 yılı Ocak ayından itibaren yıl içindeki FOMC toplantılarının tamamından sonra basın toplantısı yapılacağını duyurmuş; bu kararıyla yılda dörtten fazla faiz artışı yapabileceği sinyalini de vermiştir. Para politikası duruşunda sıkılaşıma işaret eden bu kararlar, Başkan Powell'in "kalıcı olması muhtemel olmayan bir enflasyon şokuna tepki vermeyecekleri" yönündeki açıklaması ve gereğinden hızlı sıkılaştırmanın risklerine vurgu yapması gibi faktörler tarafından yumuşatılmaya çalışılmıştır.

ECB ise politika faizini değiştirmemiş, ancak Eylül sonrası için tahvil alım programının geleceğine yönelik kararını açıklamıştır. Buna göre, ECB tahvil alımlarını Ekim-Aralık dönemi için yarı yarıya azaltarak 15 milyar euroya düşürecek ve 2018 yıl sonu itibarıyla tahvil alım programını sonlandıracaktır. Sözle yönlendirme ifadelerinden, tahvil alım programı sonlandırıldıktan sonra uzun bir süre vadesi dolan tahvillerin yenileneceği (yani bilanço küçültülmeyeceği) ve destekleyici para politikasının ihtiyaç sürdüğü sürece devam edeceği vurgusu değiştirilmemiştir. Bununla birlikte faiz artışına ilişkin sözle yönlendirme daha net hale getirilerek, politika faizinin 2019 yılı yaz aylarına kadar değişmesinin beklenmediği belirtilmiştir. Aşağıdaki tablo her iki merkez bankası açıklamasında yer alan "şahin" ve "güvercin" unsurları özetlemektedir.

Tablo 1: Haziran Ayı Fed ve ECB Toplantılarında Alınan Kararlar

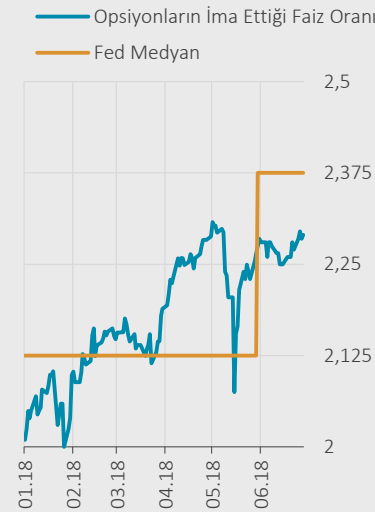
	Şahin	Güvercin
Fed	<p>Politika faizinde 25 baz puan artış</p> <p>2018 ve 2019 için medyan politika faiz beklentilerinde 25'er baz puan artış</p> <p>2019 yılından itibaren basın toplantısının tüm toplantılardan sonra yapılacak olması</p> <p>Ekonomik aktivite, özel tüketim ve işgücü piyasası ile ilgili duyurudaki bazı ifadelerin güçlendirilmesi</p> <p>Duyuruda yer alan faiz oranının bir süre daha uzun dönem dengesinin altında seyredeceği yönündeki ifadenin çıkarılması</p>	<p>Başkan Powell'in basına yaptığı açıklamada kalıcı olması muhtemel olmayan bir enflasyon şokuna tepki vermeyeceklerini söylemesi ve hızlı sıkılaştırmanın risklerine vurgu yapması</p> <p>Para politikasının hala "destekleyici" yönde olduğuna dair ifadenin duyuruda tutulmuş olması (geçen toplantının tutanaklarında bu ifadenin çıkarılıp çıkarılmamasının tartışıldığı yer almıştı)</p>
ECB	<p>Eylül ayı sonrası tahvil alımlarının azaltılacağı ve yılsonu itibarıyla sonlandırılacağına açıklanması</p> <p>Politika faizi dair öngörünün daha net bir hale getirilerek faiz değişiminin 2019 yazına kadar beklenmediğinin belirtilmesi</p> <p>Enflasyon tahminlerinin artırılması ve maliyet baskıları, kapasite kullanım oranları ve ücretlere vurgu yapılması</p>	<p>Politika faizinin sabit tutulması</p> <p>Bilanço küçültme yönünde bir tasarruf olmadığına dair ifadenin korunması</p>

¹ Bu durum aslında 2018 ve 2019 yılları için toplamda bir fazla faiz artışına işaret etmektedir. Daha önce 3+3 olan medyan beklenti 4+3 olmuştur. Bunun yanında bu öngörülerin medyan değerler olduğu vurgulanmalıdır. Dağılımda Mart ayına göre bir-iki üyenin tahminlerinde değişiklik olduğu halde medyan değerler artmıştır. Buna rağmen Fed üyelerinin para politikası duruşunu bir miktar sıkılaştırdıkları sonucuna varmak doğru olacaktır.

Her iki merkez bankasının karar ve projeksiyonları dikkate alındığında Bloomberg beklenti anketi sonuçları ile birlikte iki baz senaryo ortaya çıkmaktadır. Fed için 2018 yılında toplam dört (yılın geri kalan bölümünde iki artış daha) ve 2019 yılında üç faiz artışı; ECB için ise 2019 yılı son çeyreğinde bir faiz artışı muhtemel senaryolar olarak özetlenebilir. Bununla birlikte opsiyonların ima ettiği faiz oranları henüz bu senaryoların piyasa tarafından bütünüyle fiyatlanmadığına işaret etmektedir (Grafik3, Grafik 4, Grafik 5).

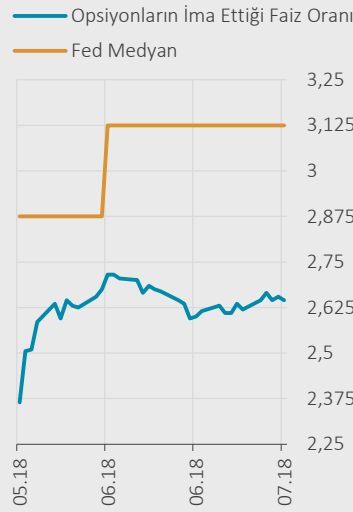
Opsiyonların ima ettiği faiz oranları Fed için FOMC medyan değerinin, ECB içinse Bloomberg anketinin öngördüğü oranların altındadır. Bir başka deyişle yukarıda özetlenen baz senaryoların daha fazla ağırlık kazanması ve olası olmasını sağlayacak enflasyon eğiliminde artış gibi bir gelişme, GOÜ kur ve faizleri üzerinde baskı yapma potansiyeline sahiptir. Diğer taraftan söz konusu senaryolara kıyasla daha gevşek bir faiz patikası beklentisi ağırlık kazanırsa tam tersi bir etki söz konusu olacaktır. Burada vurgulanmak istenen piyasanın muhtemel senaryoları tam olarak fiyatlamadığıdır. Örneğin Fed'in bu yıl dördüncü artışı yapacağına dair beklenti güçlenirse bu durum kur ve faizler üzerinde baskı yaratabilecektir. Dolayısıyla, normalleşme sürecinin GOÜ'ler üzerinde etkili olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

Grafik 3: 2018 Yılsonu Fed Faizi Orta Noktası (%)

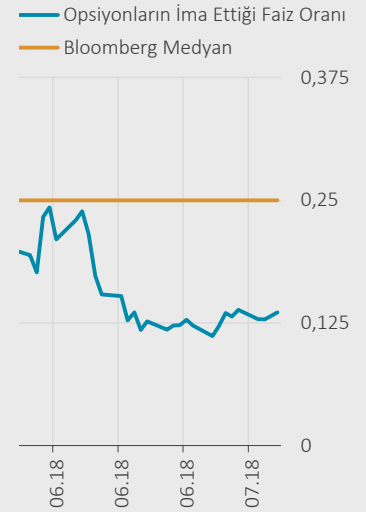


Kaynak: Bloomberg.

Grafik 4: 2019 Yılsonu Fed Faizi Orta Noktası (%)



Grafik 5: 2019 Yılsonu ECB Faizi (%)



Son Gözlem: Haziran 2018.

