

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Ekim Enflasyon Raporu döneminden bu yana yaşanan küresel gelişmeler paralelinde 2011 yılı küresel büyüme tahminleri sınırlı da olsa yukarı yönlü güncellenirken, büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskler canlı kalmaya devam etmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları arasında gözlenen ayrışma son üç aylık dönemde de sürmüş, yavaş büyüme eğilimi sergileyen önde gelen gelişmiş ülkelerin kriz öncesi GSYİH seviyelerine henüz ulaşamamış oldukları dikkat çekmiştir. Diğer yandan, baz etkisinin ortadan kalkması ve bir çok ülkede kamu teşvik paketleri gibi geçici faktörlerin etkilerini yitirmesi nedeniyle, 2011 yılında küresel büyüme oranının 2010 yılına kıyasla bir miktar gerilemesi beklenmektedir.

ABD’de üçüncü çeyrek büyümesi, stok kaleminin önemli katkısı sayesinde, uzun dönem büyümesine yakın bir düzeyde gerçekleşmiş ve büyüme görünümüne yönelik endişelerin önemli ölçüde azalmasını sağlamıştır. Yılın son çeyreğinde açıklanan öncü göstere niteliğindeki veriler de beklentilerin üzerinde gerçekleşerek olumlu görünümü desteklemiştir. Diğer taraftan, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) tarafından açıklanan ikinci niceliksel genişleme paketinin yanı sıra yürürlüğe giren, vergi avantajlarının devamını ve işsizlik sigortasının kapsamını genişleten mali paket ABD ekonomisine ilişkin olumlu beklentileri pekiştirmiştir. Nitekim Fed’in son toplantı tutanakları da, risk unsurlarına rağmen, büyüme performansının bir miktar daha iyileşmesinin beklendiğini teyid etmektedir. Bununla birlikte, yüksek seyreden işsizlik oranları, gayrimenkul fiyatlarında yeniden belirginleşen düşüş eğiliminin işaret ettiği emlak sektörü sorunları ve kredi genişlemesinin zayıf seyri aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

2010 yılının üçüncü çeyreğinde, ABD’de gözlenen görece olumlu performansın aksine, euro bölgesinde büyümenin önemli ölçüde yavaşladığı görülmektedir. Çevre ülkelerde yaşanan sorunları takiben sabit yatırım talebinde gözlenen düşüş söz konusu gerilemede belirleyici olmuştur. 2011 yılında euro bölgesi merkez ülkelerinin maliye politikalarını sıkılaştırma beklentisi büyüme görünümünün zayıf olduğu bir dönemde önemli bir belirsizlik unsuru oluşturmaktadır. Euro bölgesinin yakın dönem büyüme eğiliminde belirleyici olacak en önemli etkenin çevre ülkelerin yaşadığı sorunlar olduğu düşünülmektedir (Kutu 2.1). Açıklanan kurtarma paketleri

sayesinde, İrlanda bankacılık sektöründe beliren sorunların diğer ülkelerin bankacılık sektörlerine de yansımaları bu aşamada engellenmiş olmasına rağmen, gerek kamu gerekse ticari banka tahvillerinin CDS oranlarının mevcut yüksek seviyelerini koruması, endişelerin tam olarak giderilemediğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, borç sorunu yaşayan çevre ülkelerinin 2011 yılının ilk yarısında yüksek miktarlarda itfa gerçekleştirecek olmaları da kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeleri artırmaktadır.

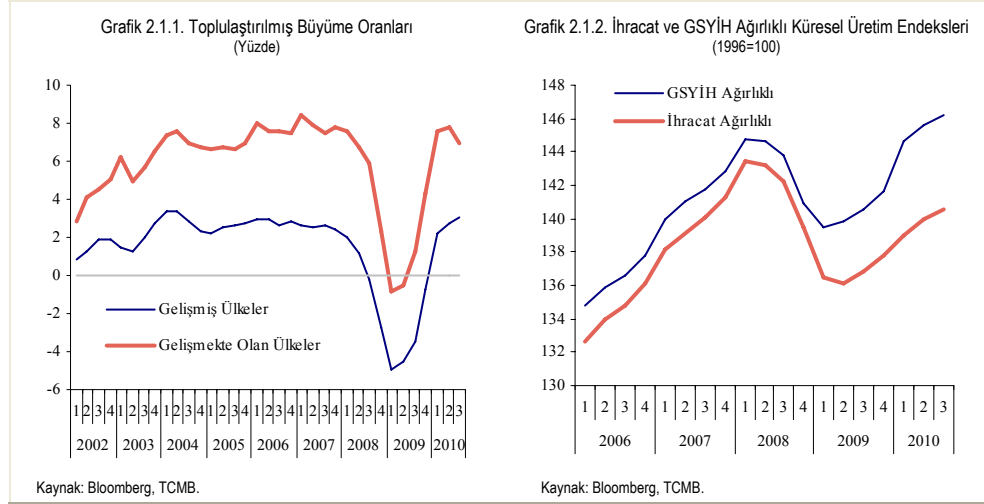
Gelişmiş ülke ekonomilerinde gözlenen düşük ve kırılğan büyüme eğiliminin aksine gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme performansı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli belirsizlik unsuru, gelişmiş ülkelerin parasal genişlemeye devam etmesiyle hızlanan sermaye akımlarıdır. Bu gelişmeler paralelinde, yılın son çeyreğinde birçok gelişmekte olan ülkenin merkez bankası artan sermaye akımlarının yaratabileceği rekabet gücü kaybı ve aşırı kredi genişlemesi gibi faktörlerden ekonomilerini koruyabilmek amacıyla geleneksel olmayan politika araçlarına daha yoğun bir şekilde başvurur hale gelmiştir.

Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde dikkat çeken bir diğer gelişme ise başta tarım ürünleri olmak üzere emtia fiyatlarında gerçekleşen artışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin tüketici fiyat endekslerinde gıda ürünlerinin daha büyük ağırlığa sahip olması, söz konusu ürünlerdeki fiyat artışlarının enflasyon üzerindeki etkisini önemli kılmaktadır. Diğer taraftan, son dönemde gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde gözlenen değerlenme eğiliminin tersine dönmüş olması da kısa vadede enflasyon görünümü üzerindeki riskleri artırmaktadır.

2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyet yavaş ve kademeli olarak toparlanmaya devam etmektedir. 2010 yılı üçüncü çeyreğinde küresel büyüme Asya ve Latin Amerika ülkeleri öncülüğünde gelişmekte olan ülkeler tarafından desteklenirken, gelişmiş ülkelerdeki büyüme görünümü kırılğan yapısını sürdürmüştür (Grafik 2.1.1). Gelişmekte olan ülkelerde toparlanmanın güçlü olması üretimin kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmasını sağlamıştır. Öte yandan, ülkelerin Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış küresel üretim endeksi yılın üçüncü çeyreğinde de kriz öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.2). Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki

toparlanmanın daha yavaş gerçekleşmesi önümüzdeki dönemde dış talep üzerinde olumsuz etki yapmaya devam edecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.



ABD’de 2010 yılının üçüncü çeyreğinde büyümeye en yüksek katkılar tüketim ve stok değişimi kalemlerinden gelirken, sabit yatırımların katkısı önemli ölçüde azalmıştır (Tablo 2.1.1). Son dönemde açıklanan veriler de ikinci niceliksel genişleme paketi yanında ekonomiyi canlandırıcı maliye politikasının sürdürülmesinin, emlak sektöründe ve işgücü piyasasında iyileşme görülmemesine karşın, büyümeye olumlu yansıdığına işaret etmektedir. Euro bölgesinde ise 2010 yılı üçüncü çeyreğinde tüketim ve net ihracat kalemlerinin büyümeye olumlu katkı yapmayı sürdürdüğü gözlenirken, sabit yatırım kaleminin katkısı azaltıcı yönde olmuştur. Euro bölgesinde maliye politikalarında sıkılaşmaya gidilmesi, dış talebin zayıf olduğu zorlu bir döneme girilmesi, merkez ülkelerin ihracatına dayalı büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların ve çevre ekonomilere ilişkin finansal sorunların yeniden gündeme gelmesi, önümüzdeki döneme ilişkin zayıf büyüme görünümünü desteklemektedir.

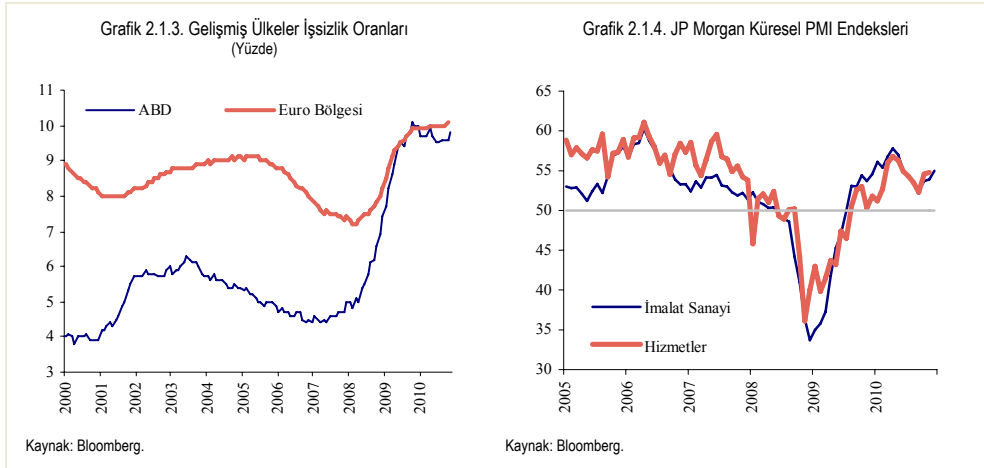
Tablo 2.1.1. ABD ve Euro Bölgesinde 2010 Yılı İçin Büyümeye Katkılar (Yıllıklandırılmış, Puan)

	ABD			Euro Bölgesi		
	2010-I	2010-II	2010-III	2010-I	2010-II	2010-III
Tüketim	1,3	1,5	1,7	0,8	0,4	0,4
Hükümet	-0,3	0,8	0,8	0,0	0,0	0,4
Sabit Yatırım	0,4	2,1	0,2	-0,4	1,6	-0,4
Stok Değişimi	2,6	0,8	1,6	2,8	1,6	0,4
Net İhracat	-0,3	-3,5	-1,7	-2,0	0,4	0,4
Toplam	3,7	1,7	2,6	1,2	4,0	1,2

Kaynak: Bloomberg.

Gelişmiş ülkelerin emek piyasalarında devam eden olumsuz görünüm söz konusu ülkelerde özel tüketimi ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi sınırlayan bir unsur olmayı sürdürmektedir. İşsizlik oranları ABD’de Aralık ayı itibarıyla yüzde 9,4 seviyesine gerilerken, euro bölgesinde ise Kasım ayı itibarıyla yüzde 10,1’e yükselmiştir (Grafik 2.1.3). Ortalama işsizlik süresinin yaklaşık 34 hafta olduğu ABD’de açıklanan son mali pakette işsizlik sigortası süresinin uzatılmış olması, işsizliğin toplam talep üzerindeki olumsuz etkisini sınırlama açısından önem arz etmektedir.

2010 yılı son çeyreğine ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endeksleri, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde gözlenen düşüş eğiliminin Eylül ayı itibarıyla son bulduğunu, gerek imalat sanayisine gerekse hizmetlere ilişkin endekslerin yılın dördüncü çeyreğinde yükselişe geçtiğini göstermektedir (Grafik 2.1.4).



Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, 2011 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerinin Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.2). Bunun temel nedeni ABD ekonomisindeki toparlanmaya dair sinyallerin güçlenmesine bağlı olarak, ülkenin 2011 yıl sonu büyüme tahmininde yukarı yönlü güncelleme yapılmasıdır. Genel itibarıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları büyüme oranları arasındaki ayrışmanın 2011 yılında azalarak da olsa devam etmesi beklenmektedir. Buna ek olarak, gelişmiş ülkelerin büyüme görünümüne ilişkin belirsizliklerin, önümüzdeki dönemde büyümesi ihracata dayalı olan gelişmekte olan ülkelerin dış talebini de azaltabileceği, dolayısıyla söz konusu ülkelerde büyümeyi iç talebe daha bağımlı hale getirebileceği düşünülmektedir.

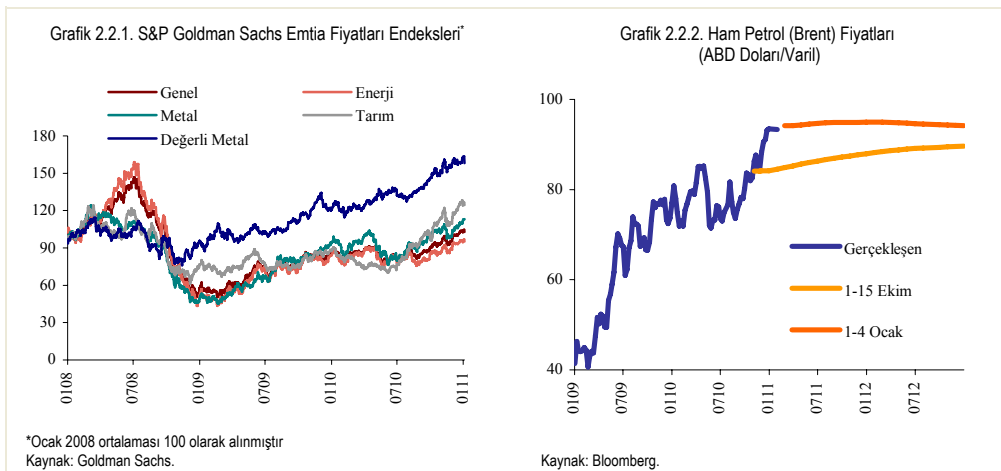
Tablo 2.1.2. Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2010		2011	
	Ekim	Aralık	Ekim	Aralık
Dünya	3,7	3,9	3,1	3,2
ABD	2,7	2,8	2,4	2,7
Euro Bölgesi	1,6	1,7	1,4	1,5
Doğu Avrupa	4,0	3,9	3,9	3,9
Latin Amerika	5,4	5,6	4,0	4,0
Asya Pasifik	6,4	6,6	5,1	5,0

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

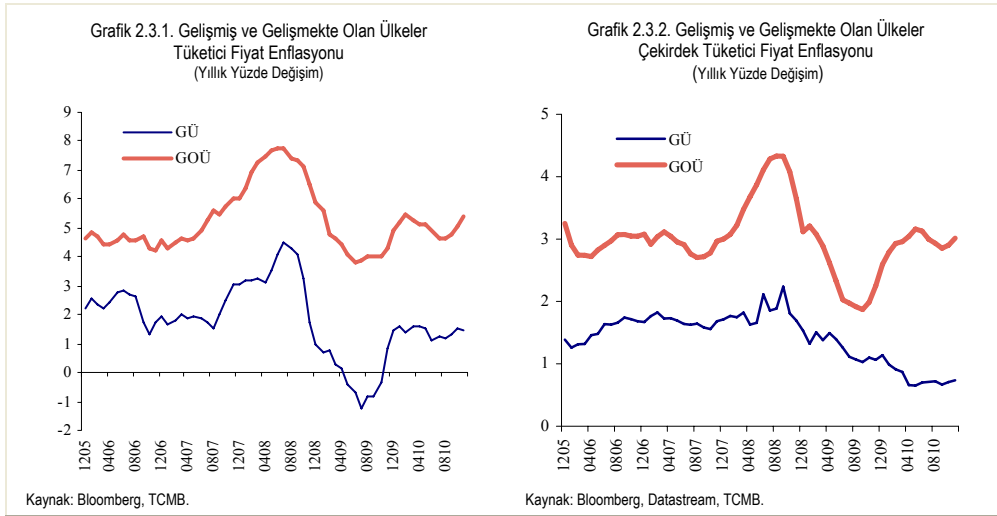
Yılın son çeyreğinde, süregelen küresel toparlanmanın katkısıyla emtia fiyatlarının artış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.1). Bu dönemde hava şartlarına bağlı beklenmedik olumsuzluklar genel olarak tarım fiyatlarını arz yönünden, enerji fiyatlarını ise talep yönünden etkileyerek fiyatlar üzerinde yukarı yönlü ilave bir baskı oluşturmuştur. Aynı dönemde endüstriyel ve değerli metal fiyatları da artmaya devam etmiştir. Değerli metal fiyatlarındaki yükseliş önemli ölçüde enflasyona ve iktisadi risklere karşı bir sigorta aracı olarak talep edilmesinden kaynaklanmaktadır. Ham petrol fiyatlarının yüksek seyretmesinde ise en önemli unsur olarak OPEC üyesi ülkelerin yüksek atıl kapasitelerine rağmen, son toplantılarında kota artırımına gitmemeleri öne çıkmaktadır. Kota üstü üretim yapan bazı ülkelerin de üretimlerini azaltarak kotaya uyum oranlarını artırmış oldukları dikkat çekmektedir. Bunun yanı sıra, ham petrol fiyatlarında olumsuz hava koşullarının da etkili olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.2). Nitekim, tarihi olarak West Texas Intermediate (WTI) fiyatından daha düşük bir seviyede seyreden Brent ham petrolü, soğuk hava koşullarının Avrupa’da daha belirgin olmasına paralel olarak daha yüksek bir seviyede seyretmiştir.



Olumsuz hava koşullarının etkisinin azalmasıyla, önümüzdeki dönemde, enerji fiyatlarının en önemli belirleyicisinin büyüme görünümü olacağı düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki talep canlılığının yanı sıra, uygulamaya giren teşvik paketlerinin gelişmiş ülkeler kaynaklı enerji talebini de destekleyeceği tahmin edilmektedir. Endüstriyel metal fiyatlarının seyrinde ise gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansının belirleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

2010 yılı üçüncü çeyreğinin sonundan başlayarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tüketici fiyatları enflasyonu emtia fiyatlarındaki artışlara ve küresel toparlanmanın devam etmesine paralel olarak yükseliş eğilimine girmiştir. Aynı dönemde canlanmanın daha güçlü olduğu gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olmak üzere her iki ülke grubunun çekirdek enflasyonlarında bir miktar artış görülmüştür (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2).



Doğu Avrupa ve Asya Pasifik ülkelerine dair enflasyon beklentilerinin artmasına bağlı olarak, 2011 yıl sonuna ilişkin küresel enflasyon tahmini Aralık ayında Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı da olsa yukarı yönlü güncellenmiştir. Buna karşılık, ABD ve euro bölgesi enflasyon tahminlerinde bir değişiklik olmamıştır (Tablo 2.3.1).

Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

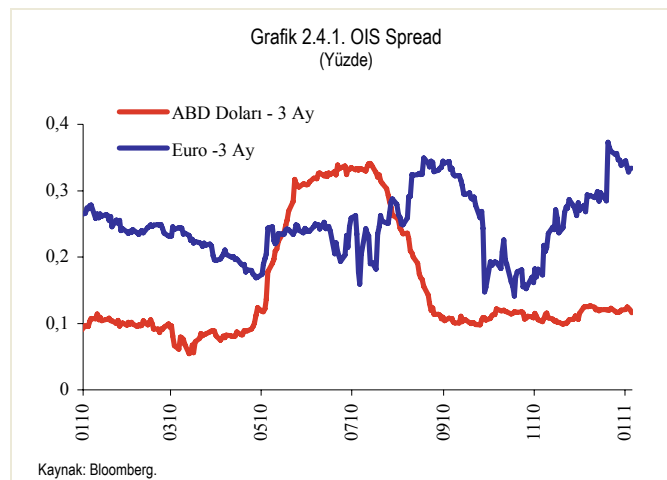
	2011	
	Ekim	Aralık
Consensus Economics		
Dünya	2,6	2,7
ABD	1,5	1,5
Euro Bölgesi	1,6	1,6
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Doğu Avrupa	5,7	6,0
Latin Amerika	7,1	7,0
Asya Pasifik	2,3	2,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

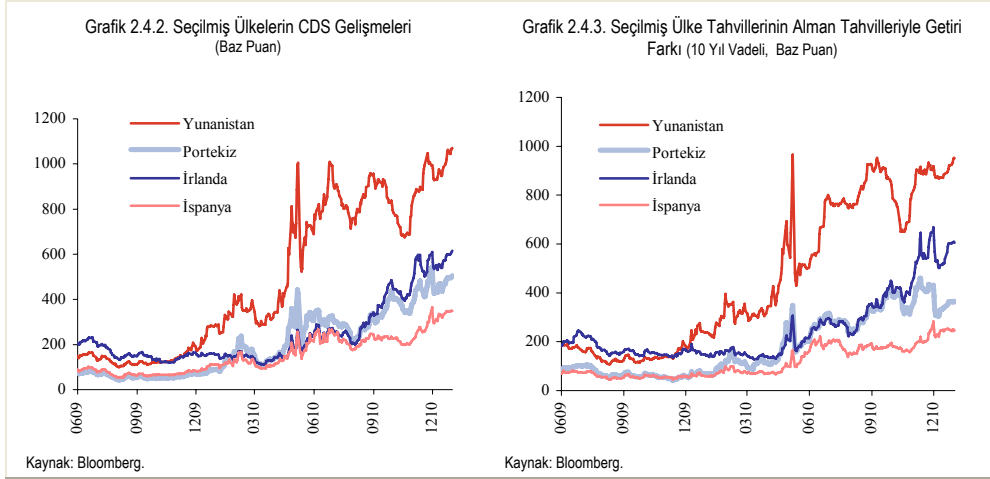
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Son üç aylık dönemde, Avrupa'daki bazı çevre ülkelerin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair kaygıların canlanması ve ardından açıklanan kurtarma paketi ile ABD'de uygulamaya konulan ikinci niceliksel genişleme paketi finansal piyasalar üzerinde belirleyici gelişmeler olmuştur. Söz konusu iktisadi gelişmelere paralel olarak ABD doları - euro paritesi sert dalgalanmalar sergilemiştir. Diğer taraftan, önde gelen gelişmiş ülkeler tarafından alınan ek parasal genişleme önlemleri, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek küresel risk algılamalarında iyileşmeye neden olmuştur. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları biçiminde sermaye girişleri hızla artmıştır.

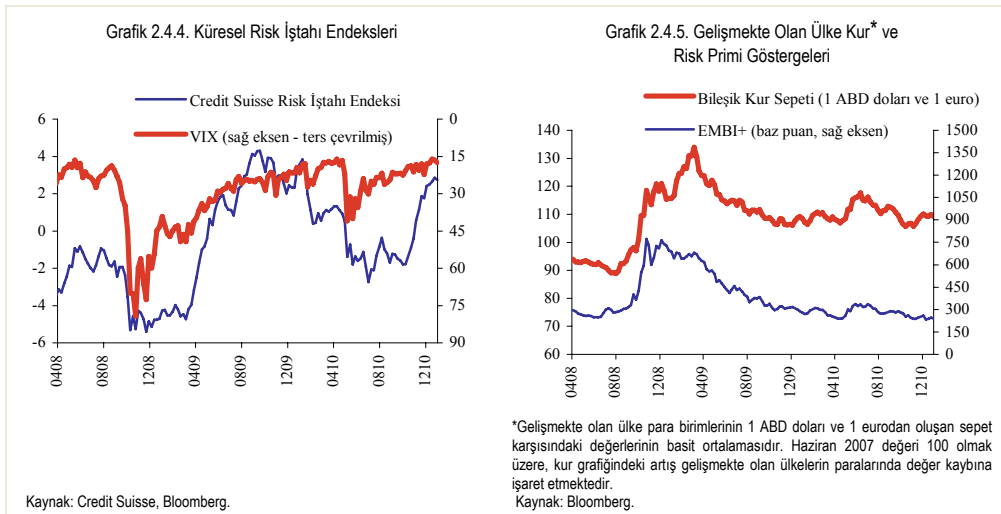
Para piyasaları gelişmeleri incelendiğinde, gerek ABD doları gerekse euro OIS spread değerinin artış sergilediği gözlenmektedir. Euro bölgesi borç krizi nedeniyle euro OIS spread değerindeki artış daha belirgin olmuştur (Grafik 2.4.1).



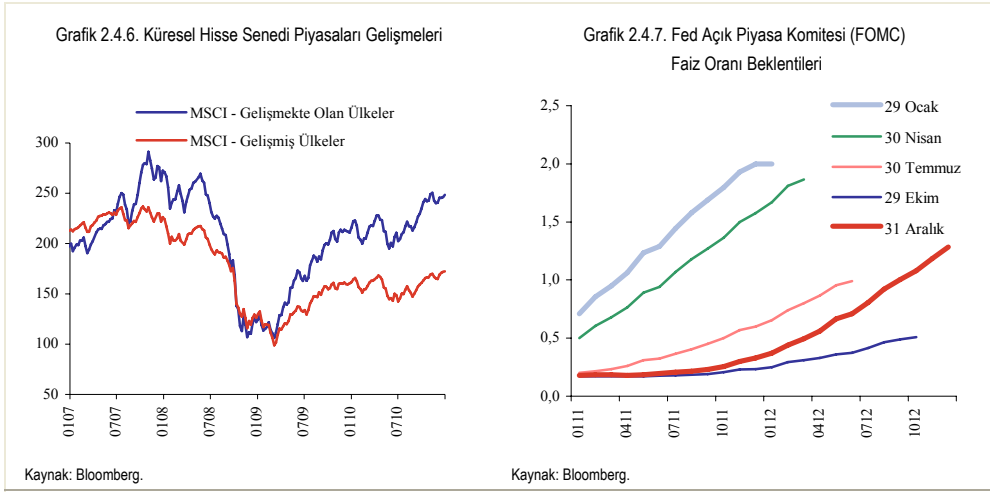
Euro bölgesinde borç sorunu yaşayan ülkelere dair risk algılamaları dördüncü çeyrek başlarında düşmesine rağmen, takip eden dönemde İrlanda bankacılık sektörüne dair problemlerin beklenenden daha ağır olduğu algısının güçlenmesi ve bölge ülkeleri bankacılık sektörlerinin birbirlerine olan yükümlülükleri nedeniyle, aynı grupta değerlendirilen diğer ülkelerin risk primlerinde de yükseliş gözlenmiştir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).



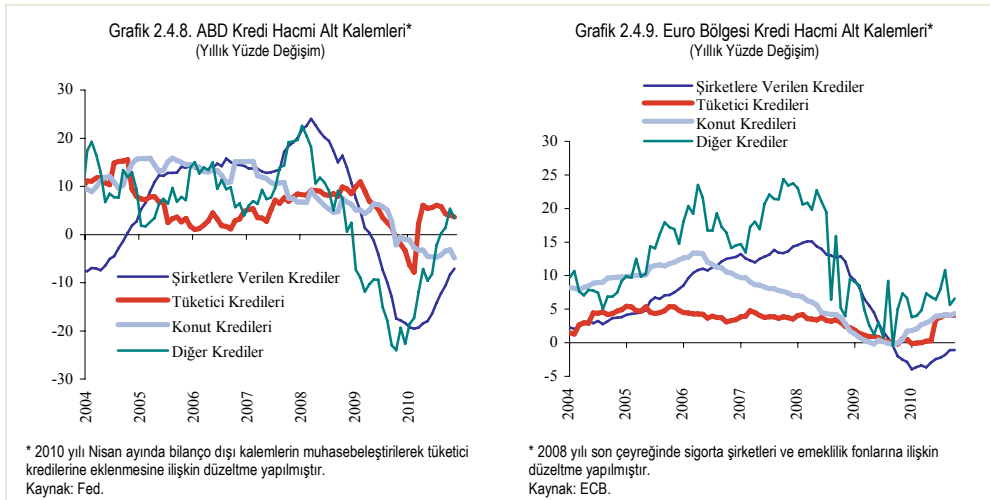
Euro bölgesinde yaşanan sorunlara rağmen ABD büyüme görünümüne ilişkin olumlu algılamalar nedeniyle yılın son çeyreğinde küresel risk iştahı yükselmiş, yatırımcıların plasmanlarını daha riskli araç ve piyasalara kaydırdıkları gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Bu doğrultuda, gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de bir önceki çeyreğe göre düşüş sergilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin kurları ise Ekim ayı sonlarına kadar değerlenme eğilimini sürdürmüştü, ardından borç krizi ve ülke merkez bankalarının politika önlemleriyle değer kaybetmeye başlamıştır (Grafik 2.4.5).



Risk iştahındaki artış ve artan likidite imkanları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarında artışı beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.6). Uygulamaya koyulan niceliksel genişleme paketi ve açıklanan olumlu veriler ABD’de faiz beklentilerini yukarıya çekmiştir. Fed Açık Piyasa Komitesi faiz oranı beklentileri Ekim Enflasyon Raporu döneminin ardından yükselmiş, faiz artış beklentileri de öne alınmıştır (Grafik 2.4.7). Bu gelişmelere rağmen, ilk faiz artışının 2011 yılı son çeyreğinde gerçekleşmesinin beklendiği gözlenmektedir.



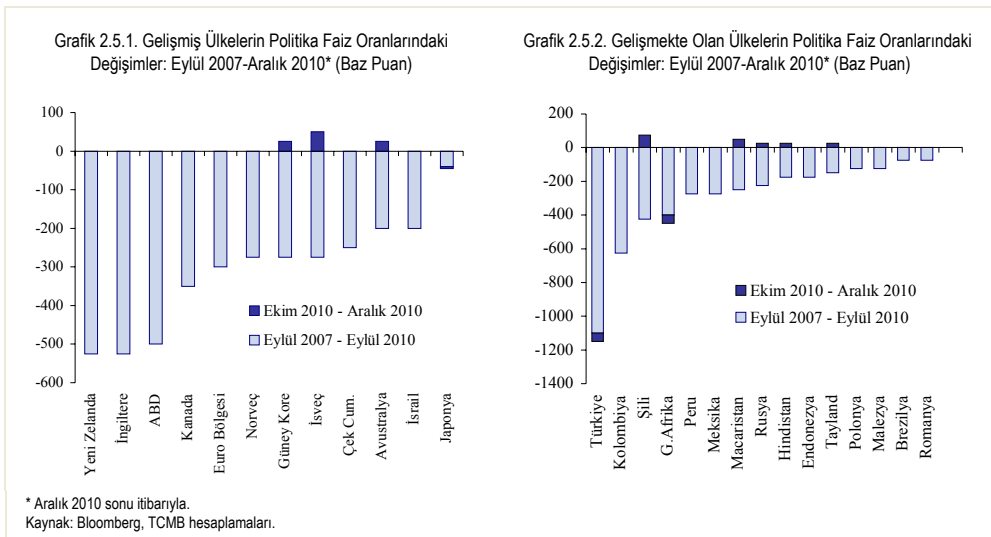
ABD kredi hacmi dördüncü çeyrekte yavaşlayarak da olsa azalmaya devam etmektedir. Yıllık değişimler ise baz etkisi nedeniyle artış göstermektedir (Grafik 2.4.8). Euro bölgesinde ise genel olarak kredi miktarları yatay seyretmesine rağmen özellikle konut kredilerindeki istikrarlı artış dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.9).

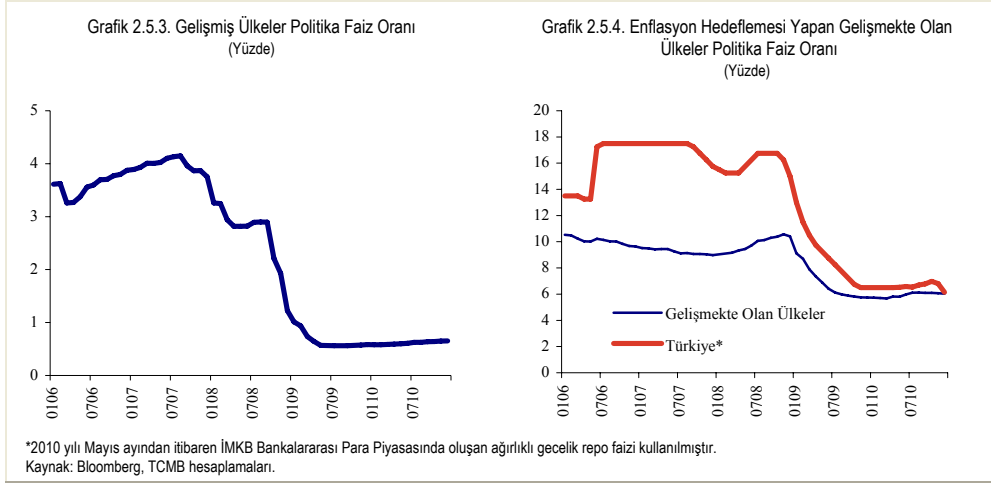


2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Geçtiğimiz çeyrek para politikası gelişmeleri incelendiğinde, kriz döneminde yüksek miktarlarda düşürülen politika faizlerinde normalleşme sürecinin gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde henüz başlamamış olduğu gözlenmektedir. Buna karşın, geçtiğimiz çeyrekte gelişmiş ülkelerin para politikalarında niceliksel genişleme süreci devam ederken; iktisadi toparlanmanın daha hızlı olduğu ve enflasyonist baskı kaygılarının gündeme geldiği gelişmekte olan ülkelerin para politikalarında niceliksel sıkılaştırma sürecinin hakim olduğu görülmektedir.

Geçtiğimiz Rapor döneminde, özellikle euro bölgesi çevre ülkelerindeki borç krizinin küresel büyüme üzerinde önemli bir belirsizlik unsuru oluşturduğu belirtilmiş ve buna bağlı olarak merkez bankalarının politika faizlerindeki normalleşme sürecini öteledikleri bir görünüm esas alınmıştır. Bu görünüm ile uyumlu olarak, enflasyonist baskı ile karşı karşıya olan bazı Asya Pasifik ve Latin Amerika bölgesi ülkeleri dışarıda bırakıldığında, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde, politika faizlerinde söz konusu normalleşme sürecinin geçtiğimiz çeyrekte de yaşanmadığı gözlenmektedir (Grafik 2.5.1 ve Grafik 2.5.2). Nitekim, politika faizlerine ilişkin toplulaştırılmış endekslere göre küresel politika faizleri geçtiğimiz çeyrekte de yatay seyretmeye devam ederken, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin bileşik faiz oranlarında bir önceki çeyreğe göre belirgin bir değişiklik olmamıştır (Grafik 2.5.3 ve Grafik 2.5.4).





G3 ülkelerinde 2008 yılında başlamış olan para politikasında niceliksel gevşeme süreci geçtiğimiz çeyrekte de devam etmiştir. Nitekim, 2008 yılının son çeyreğinde başlayıp 2010 yılının ilk çeyreğinde sonlanmış olan ilk niceliksel gevşeme sürecinin ardından, 3 Kasım 2010 tarihinde ikinci niceliksel gevşeme paketi açıklanmıştır. 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna kadar 600 milyar dolarlık tahvil alımını içeren bu paket ile uzun vadeli faizler üzerinde etkili olunarak borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi hedeflenmektedir. Ancak, paketin ilk duyurulduğu günden bugüne kadar geçen zaman diliminde ABD’de uzun vadeli faizlerin düşmediği, aksine yükseldiği gözlenmiştir (Kutu 2.2). ABD Merkez Bankası’nın uygulamalarına benzer şekilde, Japonya ve Avrupa merkez bankaları da piyasaları rahatlatmak amacıyla genişletici para politikası uygulamalarına 2010 yılının son çeyreğinde de devam etmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerde uygulanan ek niceliksel genişleme paketlerinin ekonomileri üzerindeki potansiyel etkilerini sınırlamak için, niceliksel sıkılaştırma sürecine başlamıştır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan söz konusu politikalara bağlı olarak artan küresel likidite neticesinde, yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişi olması, bu ülke ekonomilerini çeşitli kanallardan etkileyebilmektedir. Yüksek miktarda sermaye girişi, kurlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturarak rekabet gücünü zayıflatabilmekte, dolayısıyla iktisadi faaliyet üzerinde olumsuz etkiye yol açabilmektedir. Öte yandan, sermaye girişinde ani kesinti meydana gelmesi ihtimali, finansal istikrarı olumsuz etkileme potansiyeli taşıması açısından dikkatle değerlendirilmektedir. Buna ilaveten, yüksek miktarlarda sermaye girişinin olması, iktisadi faaliyetteki hızlı toparlanmaya bağlı olarak halihazırda enflasyonist baskı ile karşı karşıya olan gelişmekte olan ülkelerde orta vadeli

enflasyon görünümü üzerinde ek bir baskı unsuru oluşturmaktadır. Ancak, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla politika faizlerini artırmak sermaye girişlerini daha da hızlandıracığından, bu ülkelerde çoğunlukla sermaye girişlerine yönelik çeşitli kısıtlayıcı tedbirler uygulamaya koyulmuş ve enflasyon üzerinde ek baskı oluşmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır (Tablo 2.5.1).

Tablo 2.5.1 Gelişmekte Olan Ülkelerde Niceliksel Para Politikası Uygulamaları

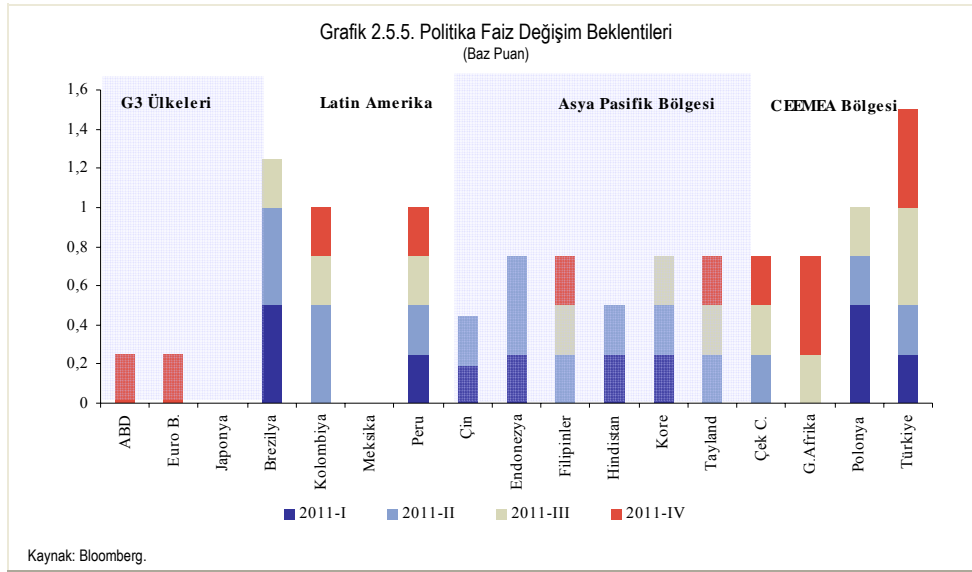
	Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim (puan)		Sermaye Kontrolleri		
	Kriz Dönemi (Düşüş)	Kriz Sonrası (Artış)	Giriş Kontrollerinin Artırılması	Çıkış Kontrollerinin Esnetilmesi	Diğer Önlemler*
Brezilya	2	7	√		
Kolombiya	3		√	√	
Peru	5	3	√	√	
Çin	2	3			
Endonezya	4	3			√
Kore				√	√
Filipinler				√	
Tayvan					√
Tayland			√	√	
Hindistan	2,5	1,5			√
Polonya	0,5	0,5			
G.Afrika			√	√	
Rusya	5	2			√
Türkiye	TL: 1 YP: 2	TL: 2,4** YP: 2			

* Endonezya: Uzun vadeli yatırımı teşvik etmeye yönelik tedbirler. Kore, Tayvan: Spekülatif aktivitenin kontrolüne yönelik tedbirler. Hindistan: Yurt dışı borçlanmayı zorlaştıran tedbirler. Rusya: Döviz cinsi borçlanmayı zorlaştıran vergi düzenlemeleri
 ** TL zorunlu karşılık oranları 7 Ocak 2011 tarihinde mevduat vadelerine göre farklılaştırılmıştır. Tabloda verilen artış oranı, farklı vadelerdeki mevduatların toplam mevduat içerisindeki ağırlıkları kullanılarak hesaplanmıştır.
 Kaynak: Ülke merkez bankaları, TCMB Finansal İstikrar Raporu - Aralık 2010, Sayı 11.

Sermaye kontrollerine ek olarak, kriz döneminde kredi kanalının etkin bir şekilde çalışmasına yardımcı olmak amacıyla düşürülen zorunlu karşılık oranları, enflasyonist baskı hisseden gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda yükseltilmeye başlanmış, böylelikle para politikası duruşları sıkılaştırılmıştır. Birçok gelişmekte olan ülkede zorunlu karşılık oranları, kriz süresince uygulanan genişleyici para politikalarından çıkış stratejileri kapsamında kademeli olarak kriz öncesi seviyelerine çekilirken, Brezilya ve Çin'de, oldukça yüksek seyreden enflasyonlarını kontrol altında tutmak amacıyla, kriz öncesi seviyelerinin de üzerine çıkarılmıştır. Özetle, geçtiğimiz çeyrekte, Asya Pasifik ve Latin Amerika bölgesi ülkeleri çoğunlukta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere, çoğunlukla niceliksel yöntemler kullanılarak, para politikası duruşlarının sıkılaştırıldığı görülmektedir (Tablo 2.5.1).

Gelişmiş ekonomilerde niceliksel genişleme, gelişmekte olan ekonomilerde ise niceliksel sıkılaştırma süreçlerinin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Euro bölgesi çevre ekonomilerindeki borç krizinin küresel büyüme üzerinde halen belirgin olarak aşağı yönlü bir risk

unsuru oluşturması G3 ülkelerinde politika faizlerinin kriz öncesi seviyelere ulaşmasının yakın dönemde de gündemde olmayacağını göstermektedir. Dolayısıyla, faizlerde 2011 yılının son çeyreğinden önce artışa gidilmesi beklenmemektedir. Bununla birlikte, Latin Amerika ve Asya Pasifik bölgesi ülkeleri başta olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin büyük bir kısmında en geç yılın ikinci çeyreği itibarıyla politika faizlerinde normalleşme sürecinin başlaması beklenmektedir (Grafik 2.5.5).



Kutu
2.1Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Borç Krizine Karşı
Duyarlılıkları

2010 yılının ikinci çeyreğinde euro bölgesi çevre ülkelerinde ortaya çıkan borç krizi, küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Avrupa Birliği (AB) ekonomilerinin bütünleşik yapılarına bağlı olarak krizin diğer bölge ülkelere de yayılabileceği düşünüldüğünde çevre ülke ekonomilerindeki gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bu kutuda, Yunanistan ve İrlanda'nın AB'den yardım talep etmesine yol açan söz konusu kriz sürecinde çevre ülkelerde oluşan kırılganlıklar analiz edilmekte, krizin yayılma kanallarından biri olarak ön plana çıkan bankacılık sektörlerinin karşılıklı duyarlılıkları irdelenmektedir.

Euro bölgesi çevre ülkelerinde hızla yayılan borç krizi kapsamında ilk olarak Mayıs ayında Yunanistan, kamu borcunun çevrilebilirliğine ilişkin sorunlar nedeniyle, AB'ye yardım talebi ile başvurmuş ve 10 Mayıs'ta kurtarma paketi açıklanmıştır. Çevre ülke ekonomilerinin benzer ve iç içe geçmiş yapıları, halihazırda kamu ve bankacılık kesimleri sorunlu olan İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Belçika'ya ilişkin endişeleri de beraberinde getirmiştir. Nitekim İrlanda, bankacılık sektöründe yaşadığı sorunlar nedeniyle AB'ye yardım talebi ile başvurmuş ve 28 Kasım'da kurtarma paketi açıklanmıştır.

Kutuda öncelikle yukarıda bahsi geçen altı ülke için "kırılganlık endeksi" oluşturulmuştur. Endeks oluşturulurken, Gros ve Mayer (2010)¹ çalışmasından yola çıkılarak ülkelerin kamu maliyelerine ve iktisadi faaliyetine ilişkin temel değişkenlerin yanı sıra, ülke riskliliklerini ve bankacılık sektörü kırılganlıklarını da içerecek şekilde toplam sekiz değişken kullanılmıştır. Kamu maliyelerinin durumlarını saptamak amacıyla borç stoklarının ve bütçe dengelerinin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'larına oranları kullanılmıştır. Ülkelerin dış finansman ihtiyaçlarını tespit etmek amacıyla cari denge/GSYİH oranları kullanılırken, iktisadi faaliyete ilişkin olarak da işsizlik oranları dahil edilmiştir. Ülke riskliliği göstergesi olarak ise Kredi İflas Takası (CDS) ve ülkelerin 10 yıllık tahvil getirilerinin Almanya'nın 10 yıllık tahvil getirilerinden farkı alınmıştır. Bunlara ek olarak, bankacılık sektörü kırılganlıklarını tespit etmek amacıyla bankacılık sektörü CDS'leri ve Avrupa Merkez Bankası'ndan borçlanma miktarları kullanılmıştır. 2010 yılının son çeyreği itibarıyla hesaplanan tüm değişkenler, ülkeler arası ortalamadan çıkarıldıktan sonra standart sapmaya bölünmek suretiyle standartlaştırılmış, böylelikle elde edilen ölçümler karşılaştırılabilir hale getirilmiştir. Son olarak endeks, standartlaştırılmış değişkenlerin her bir ülke için ayrı ayrı toplanması ile elde edilmiş, bu toplama cari denge ve bütçe dengesi değişkenleri eksi işaret ile dahil edilmiştir.

¹ Gros, D. ve Mayer, T. (2010); "How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!", CEPS Policy Brief, No:202.

Tablo 1. Euro Bölgesi Çevre Ülkelerinde Kırılganlık Endeksi

	Borç Stoku / GSYİH	Bütçe Dengesi / GSYİH	Cari Denge / GSYİH*	İşsizlik**	CDS	Alman tahvilleri ile getiri farkı (10 yıllık)	Bankacılık CDS	ECB'den Borçlanma***	Kırılganlık Endeksi
Yunanistan	1,21	0,27	-1,28	0,07	1,74	1,70	1,09	0,69	7,52
İrlanda	-0,02	-2,01	0,55	0,30	0,41	0,53	1,14	1,60	5,41
Portekiz	-0,65	0,37	-1,07	-0,35	0,09	0,03	0,41	-0,45	-0,21
İspanya	-1,50	0,19	0,00	1,78	-0,49	-0,56	-0,71	-0,03	-1,69
İtalya	0,93	0,59	0,52	-0,86	-0,76	-0,74	-0,93	-0,65	-4,12
Belçika	0,03	0,60	1,28	-0,94	-0,99	-0,97	-0,99	-1,16	-6,91

Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

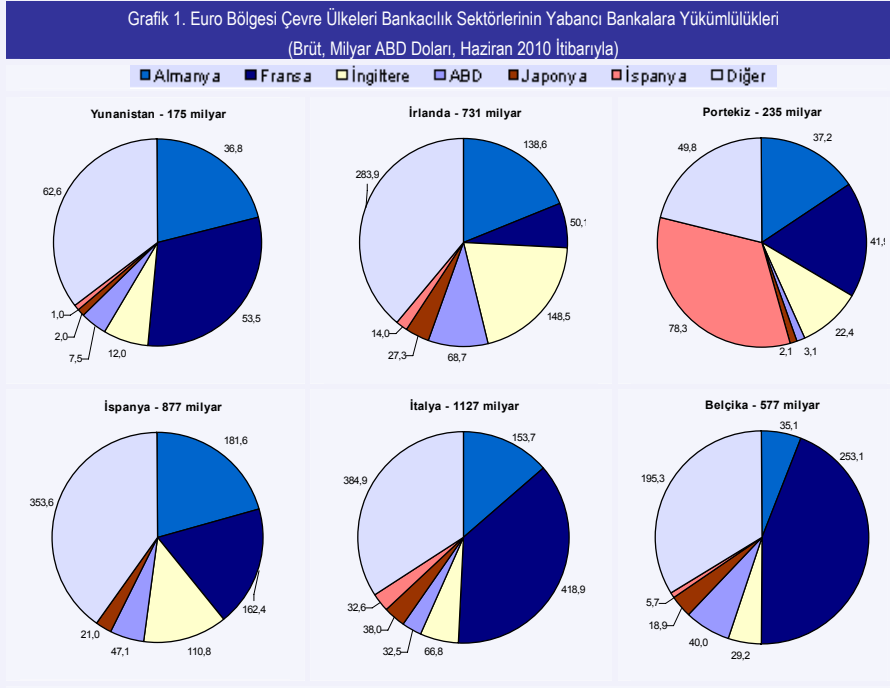
* İrlanda, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz için IMF'nin 2010 yıl sonu tahminleri kullanılmıştır.

** Yunanistan için 2010 Q3 verisi kullanılmıştır.

*** Belçika dışında diğer tüm ülkeler için Kasım ayı verileri kullanılmıştır.

Hesaplanan kırılganlık endeksine göre Yunanistan diğer ülkelere göre oldukça yüksek bir endeks değeri ile 2010 sonu itibarıyla en kırılgan ekonomiye sahip ülke olarak gözükürken, onu sırasıyla İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Belçika izlemektedir (Tablo 1). Yunanistan ekonomisinin kırılganlığını en çok artıran unsur yüzde 130 ile ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde seyreden borç stoku/GSYİH olurken, İrlanda'da bankacılık sektörüne ilişkin kırılganlıkların diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Nitekim, kriz Yunanistan'da kamu sektörü kaynaklı ortaya çıkarken, İrlanda'da bankacılık sektörü kaynaklı olarak ortaya çıkmıştır. Portekiz'de kamu maliyesi açısından önemli bir sorun görünmezken, ülkeler ortalamasının belirgin olarak üzerinde olan cari açığı ve yine diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülen bankacılık sektörü riskliliği, söz konusu ülkeyi en kırılgan üçüncü ülke konumuna getirmektedir. İspanya'da ise, iktisadi faaliyetin kriz öncesi düzeyinin halen oldukça altında seyrettiği ve 2010 sonu itibarıyla yüzde 20'lerde seyreden işsizlik oranının diğer ülkeler ortalamasının belirgin olarak üzerinde olduğu görülmektedir. İtalya ve Belçika ekonomilerinde ise kamu maliyelerinin zayıf durumu endişe yaratmaktadır. Borç stokunun GSYİH'ye oranı İtalya'da yüzde 120 ile ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde seyrederek ülke ekonomisinin görece kırılganlığını artırmaktadır. Belçika'da ise her ne kadar borç stoku/GSYİH oranı ülkeler ortalamasında seyretse dahi, yüzde 98 olan ortalamanın halihazırda oldukça yüksek olduğu göz önüne alındığında, Belçika ekonomisini kırılgan hale getiren en önemli unsur olmaktadır.

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere ülkelerin borç krizine duyarlılıklarını artıran en önemli unsurlardan birisi bankacılık sektöründeki kırılganlıklardır. İrlanda'da krizin bankacılık sektöründe ortaya çıkmış olması ve AB ülkelerinin bankacılık sektörlerinin bütünleşik yapısı bir arada değerlendirildiğinde, çevre ülkelerin bankacılık sektörlerinde meydana gelebilecek olası problemlerin diğer AB ülkelerinin bankacılık sistemlerini de önemli ölçüde etkilemesi kuvvetle muhtemeldir. Çevre ülkelerin bankacılık sektörlerinin yabancı bankalara olan yükümlülükleri Grafik 1'de görülmektedir. Buna göre, İrlanda bankalarının en büyük iki alacaklısının İngiltere ve Almanya olduğu, dolayısıyla İrlanda'nın bankacılık sistemindeki bir krizin, İngiliz ve Alman bankacılık sistemini doğrudan etkileyeceği görülmektedir. Yunanistan ve İrlanda'dan sonra en kırılgan üçüncü ekonomi olarak gözüken Portekiz'de ise yerli bankaların yükümlülüklerinin oldukça önemli bir bölümünün İspanyol bankalarına olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, Portekiz bankacılık sektörünün yüksek riskliliği de göz önüne alındığında, bu sektörde meydana gelebilecek olası bir problem İspanya'nın oldukça büyük olan bankacılık sistemini de olumsuz yönde etkileyebilecektir. İspanyol bankalarının en büyük alacaklılarının ise Alman, İngiliz ve Fransız bankaları olduğu düşünüldüğünde, İspanya bankacılık sistemindeki bir sorunun AB'nin merkez ülkelerinin bankacılık sistemlerini de doğrudan ve önemli ölçüde etkileyeceği görülmektedir. Sonuç olarak, çevre ülkelerin bankacılık sistemlerinde oluşabilecek bir "iflas" riski, AB'nin merkez ülkelerinin bankacılık sektörlerini de büyük ölçüde etkileme potansiyeli taşımaktadır.



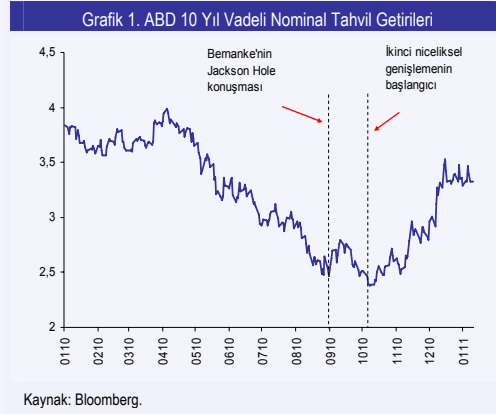
Özette, euro bölgesi çevre ülke ekonomilerinin kırılganlıklarının genel olarak kamu maliyesi ve bankacılık sektörü kaynaklı olduğu görülmekte; bu ülkelerde meydana gelebilecek sorunların, özellikle bankacılık sektörü kanalıyla merkez ülkelere de önemli ölçüde yansıma riski taşıdığı düşünülmektedir. Söz konusu çevre ülkelerde, halihazırda sorunlu olan kamu maliyesi ve yüksek bankacılık sektörü riskliliklerinin yanı sıra, 2011 yılında bu ülkelerde oldukça yüksek miktarlarda itfaların gerçekleşecek olması, yaşanan krizin dikkatle takip edilmeye devam edilmesini gerektirmektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, bu ülkelerde borcun sürdürülebilirliğine dair endişeleri giderecek ve bankacılık sistemlerinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasını sağlayacak düzenlemeler kritik önem taşımaktadır.

Kutu
2.2

İkinci Niceliksel Genişleme Sonrası ABD’de Uzun Vadeli Nominal Tahvil Getirilerinde Gözlenen Artışın Nedenleri

Kısa vadeli faizlerin sıfır sınırına dayandığı gelişmiş ülkelerde merkez bankaları geleneksel olmayan yöntemlere başvurmuşlardır. Bu programlardan birisi de geçtiğimiz aylarda ABD Merkez Bankası tarafından duyurulan ikinci “niceliksel genişleme” programıdır. İlk olarak 28 Ağustos 2010 tarihinde Fed Başkanı Bernanke tarafından Jackson Hole konuşmasında gündeme getirilen ve 3 Kasım 2010 tarihinde yürürlüğe koyulan bu programa göre, 2011 yılının ikinci çeyreği sonuna kadar 600 milyar ABD doları tutarında ek uzun vadeli tahvil alımı yapılacaktır.

Anılan miktarda bir tahvil alımının yaratacağı fon arzının reel ve nominal faiz getiri oranlarını azaltması beklenebileceği gibi, büyüme ve enflasyon beklentileri yoluyla getirileri artırması da beklenebilir. İkinci niceliksel genişleme programı yürürlüğe girdikten sonra uzun vadeli (örneğin 10 yıl) tahvillerin getiri oranları artma eğilimi göstermiştir (Grafik 1). Bu



durum söz konusu programın amacına ulaşmadığı yönünde tartışmalara neden olmuştur. Nitekim getirilerin düşmemesini programın etkisiz olduğu şeklinde yorumlayanlar olduğu gibi, enflasyon beklentilerini olumsuz etkilediği yönünde görüş bildirenler de olmuştur. Bu kutuda yapılan analiz, gözlenen getiri artışlarının programın başarısız olmasından çok, ekonomik büyüme ve enflasyon beklentilerindeki bir normalleşmeden kaynaklanabileceğine işaret etmektedir.

Söz konusu getiri artışını daha sağlıklı yorumlayabilmek için göz önüne alınması gereken unsurlardan ilki, programın yürürlük tarihinden aylar önce duyurulmuş olması nedeniyle programın etkilerinin tahvil fiyatlarına önceden yansımış olma ihtimalinin güçlü olduğudur. Yürürlük tarihindeki duyuruda verilen yeni bilgi sadece alımların miktarına ilişkindir. Bu miktarın tahminler ile karşılaştırıldığında yüksek olmaması (hatta düşük olması), yürürlük tarihindeki yeni bilginin tahvil getirilerinin düşmesini ya da enflasyon beklentilerinin bozulmasını gerektirmeyebileceğini düşündürmektedir.

Göz önüne alınması gereken diğer bir unsur, programın etkisini aynı dönemdeki diğer gelişmelerin etkisinden ayırıştırmanın güçlüğüdür. Söz konusu eş zamanlı gelişmelerden en önemlisi, programın yürürlüğe girdiği dönemde ve sonrasında açıklanan ABD ekonomisine ilişkin verilerin genelde olumlu olması ve ikinci dip endişelerinin yerini daha olumlu büyüme tahminlerine bırakmasıdır.

Tablo 1. ABD Millî Gelir ve Enflasyon Tahminleri

	Millî Gelir		Enflasyon	
	2010	2011	2010	2011
Haz.10	3,3	3,1	1,7	1,7
Tem.10	3,1	3	1,7	1,5
Ağu.10	2,9	2,8	1,6	1,4
Eyl.10	2,7	2,4	1,6	1,4
Eki.10	2,7	2,4	1,6	1,5
Kas.10	2,7	2,4	1,6	1,4
Ara.10	2,8	2,7	1,6	1,5

Kaynak: Consensus Forecasts.

Tablo 1'de ABD ekonomisi için finansal ve ekonomik tahmin konusunda uzman 250 katılımcının aylık bazda öngörülerini içeren Consensus tahminleri yer almaktadır. Programın duyurulma tarihine kadar düşen büyüme beklentileri, duyurulma ve yürürlüğe girme tarihleri arasında aynı kalmış, yürürlük tarihinden sonra ise artış eğilimine girmiştir. Tahvil getirilerinde Grafik 1'de izlenen hareketler, Tablo 1'de verilen büyüme tahminlerindeki değişikliklerle genel olarak uyumludur.

Diğer bir ifadeyle programın duyurulma tarihi, Avrupa bölgesinde ortaya çıkan borç sorunu ve küresel büyümede ikinci dip endişeleri ile piyasalarda risk iştahının oldukça düşmüş olduğu bir döneme denk gelmektedir (Grafik 2). Bu dönemde piyasa oyuncuları güvenli liman saiki ile Amerikan tahvillerine yoğun ilgi göstermiş, söz konusu gelişme de getirilerin normalin üzerinde

Grafik 2. Risk İştahı ve ABD Nominal Tahvil Getirileri

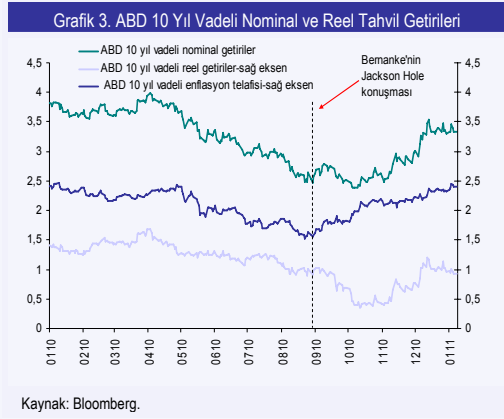


Kaynak: Bloomberg, Credit Suisse.

düşmesine neden olmuştur. Niceliksel genişlemenin yürürlüğe girdiği tarih ise Avrupa borç krizinin etkilerinin kısmen hafiflemesi ve ikinci dip endişelerinin azalması sonucu artan risk iştahının getirilerde yukarı yönlü baskı oluşturduğu bir dönemin başlarına denk gelmiştir. Artan risk iştahı nedeniyle getirilerin yukarı yönlü hareket etmesinin bekleneceği bir dönemde, yürürlüğe koyulan niceliksel genişleme tedbirinin etkilerinin ayırıştırılmasının güç olduğu düşünülmektedir.

Tahvil piyasasında gözlenen nominal getiri hareketlerinin kaynağı, ekonomik büyüme beklentilerine paralel gerçekleşen reel faiz artışı ve/veya enflasyon beklentisinde yükseliş ile açıklanabilir. On yıllık vadede ortalama reel faizler enflasyona endekli tahvillerin getirilerinden takip edilebilmektedir. Enflasyona endekli tahvillerin reel faiz seviyesi büyüme beklentileri ile ilişkilidir. Nominal faizin reel faizden artık olan kısmındaki değişimler ise (enflasyon risk priminin değişmediği varsayımı altında) enflasyon beklentisindeki değişimleri yansıtmaktadır.² Buna göre, reel faiz ilk duyurudan sonra düşmüş, ancak olumlu işgücü verilerinin yayımlandığı Kasım ve vergi teşvik kararlarının açıklandığı Aralık dönemlerinde belirgin artışlar göstermiştir (Grafik 3). Enflasyon beklentileri ise, tedbirin ilk defa açıklandığı Ağustos ayında çok düşük bir seviyede iken, duyuru sonrası kademeli bir şekilde artarak normal olarak değerlendirilebilecek bir seviyeye ulaşmıştır.

Sonuç olarak, son dönemde ABD nominal tahvil faizlerinde gözlenen yükselişlerin ekonomik büyüme ve enflasyon beklentilerindeki normalleşme sürecine işaret ettiği düşünülmektedir. Bu faizlerin son zamanlarda ulaştığı seviyeler, ikinci dip beklentileri ve Avrupa borç krizinin piyasalarda neden olduğu belirsizliğin azalması ve büyüme beklentilerinin artması sonucu



gerçekleşen bir düzeltme olarak algılanabilir. Diğer taraftan, niceliksel genişlemenin etkilerini net olarak ayırtırmak güç görünmektedir. İkinci niceliksel genişleme programının açıklanması ile birlikte enflasyon beklentilerindeki düşüşün durması ve hatta tersine hareket etmesi, programın gözlenen normalleşmeye katkıda bulunduğu şeklinde yorumlanabilir. Bunun yanı sıra, gerek programın açıklandığında gerekse yürürlüğe koyulduğunda reel faizlerden ziyade enflasyon telafisinde artışlar görülmesi (Grafik 3), piyasa katılımcılarının programın uzun vadeli ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı şeklinde bir algıya sahip olduklarını düşündürmektedir. Yakın dönem büyüme beklentilerini etkileyen temel unsurların ise iktisadi verilerin olumlu gelmesi ve mali teşviklerin duyurulması olduğu düşünülmektedir.

² Artan belirsizlik sonucu enflasyon risk priminin de yükseldiği bir varsayım altında ise enflasyon telafisinde görülen artış tamamen enflasyon beklentisindeki yükselişe atfedilememektedir.