

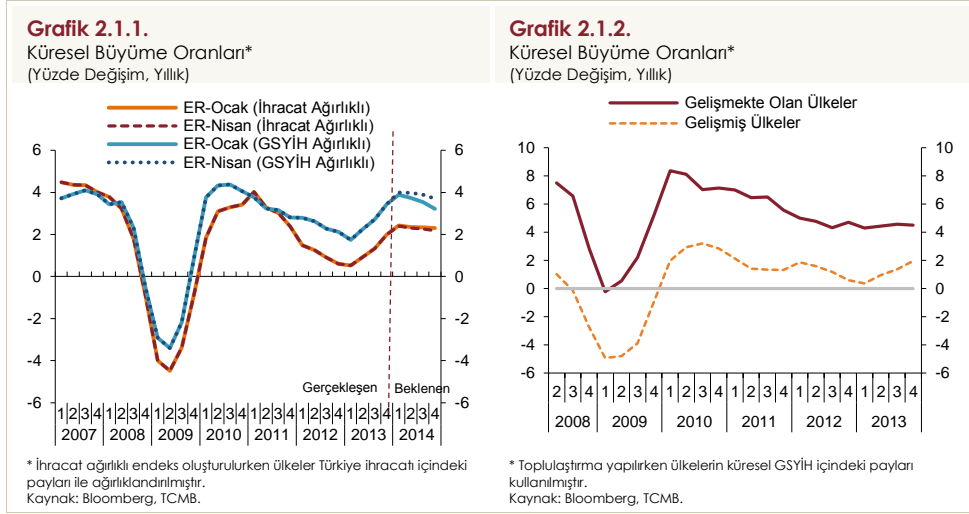
## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2013 yılının son çeyreğinde gözlenen güçlenme eğiliminin 2014 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Yılın son çeyreğinde küresel büyümenin itici gücü gelişmiş ülke ekonomileri olmuştur. Ne var ki, iktisadi faaliyetin halen kriz öncesi seviyelerinin altında seyrediyor olmasına ve zayıf seyreden emtia fiyatlarına bağlı olarak gelişmiş ülke ekonomilerinde enflasyon oranları hedeflerin altında kalmaya devam etmiştir. Maliye politikalarında sıkışmanın azalması ve halen büyümeyi destekler nitelikte seyreden para politikaları, önümüzdeki dönem gelişmiş ekonomilerin büyümesine yardımcı olacak unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda ABD'nin söz konusu ülke grubu büyümesinin temel itici gücü olacağı düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise toparlanma sınırlı düzeylerde kalırken söz konusu ülke grubuna yönelen sermaye akımlarındaki zayıflama eğilimi yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Sermaye çıkışlarının daha da derinleşmesi durumunda oluşabilecek dış finansman risklerini ve kurlarda meydana gelebilecek değer kayıplarının enflasyon ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini bertaraf etmek amacıyla, gelişmekte olan ülkelere para politikasının kısmen sıkışmaya başladığı görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülke ekonomilerinde olumlu seyreden iktisadi faaliyete paralel olarak gelişmekte olan ülkelere ihracat koşullarının iyileşerek büyümeye pozitif katkı sağlayabileceği, ancak sıkışan para politikalarının yurt içi talebi sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.

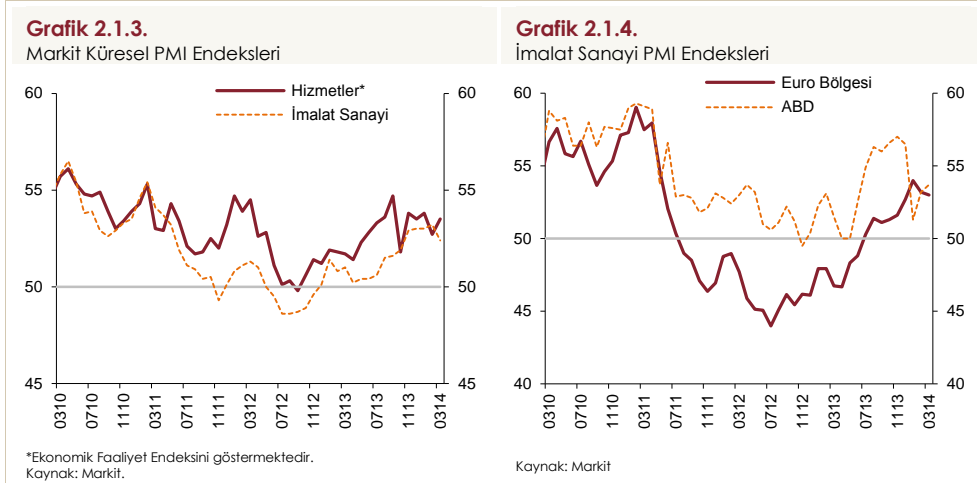
Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin varlık alımlarını azaltmaya başlayacağı sinyalini verdiği 2013 yılı Mayıs ayından itibaren ABD para politikasının seyri her zamankinden daha fazla önem kazanmıştır. Varlık alımlarının nasıl sonlandırılacağına dair belirsizliğin büyük ölçüde azalmasıyla birlikte mevcut durumda küresel para politikası üzerindeki temel risk faktörü, Fed'in ilk faiz artırımının zamanlaması ve hızı olmuştur. Halihazırda, Fed'in Ocak ayından itibaren fiilen varlık alımlarını azaltmaya başlaması ve büyümenin gelişmiş ekonomiler lehine ayrılmış olması önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Fed'in yakın dönemde faiz artışı yapabileceğine dair beklentiler de söz konusu ülke grubundan sermaye çıkışlarının derinleşmesine ve finansal istikrarın olumsuz etkilenmesine yol açabilecektir. Bu bağlamda, sermaye çıkışlarının olumsuz etkilerini önlemek amaçlı olarak yılın ilk çeyreğinde beklentilerin ötesinde artış gösteren gelişmekte olan ülkeler politika faizlerinin, yılın kalan bölümünde yükselmeye devam edebileceği değerlendirilmektedir.

### 2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı, özellikle gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme performansına bağlı olarak, 2013 yılının son çeyreğinde de yıllık bazda artmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2). Söz konusu dönemde ABD, İngiltere ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme görünümünün yanı sıra, Euro Bölgesi'nin de durgunluktan büyük ölçüde çıktığı ve küresel büyümeye pozitif katkıda bulunduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı ise yılın son çeyreğinde yatay seyrini korumuş ve küresel büyüme üzerinde olumsuz bir etki oluşturmamıştır (Grafik 2.1.2).



Küresel iktisadi faaliyetteki olumlu seyrin, önemli ölçüde gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, 2014 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Nitekim yılın ilk çeyreğine ilişkin küresel imalat sanayi PMI verileri söz konusu öngörüye destekler niteliktedir (Grafik 2.1.3). Benzer şekilde Euro Bölgesi ve ABD'ye ilişkin imalat sanayi PMI verileri, olumlu büyüme performanslarının yılın ilk çeyreğinde de küresel büyümeye pozitif katkı verecek nitelikte olacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Ancak, gelişmiş ülkelerde görece olarak olumlu seyreden büyümeye karşın, Euro Bölgesi başta olmak üzere, işsizlik oranlarının halen kriz öncesi seviyelerinden uzak olması, küresel büyüme hızı üzerinde aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Buna ilaveten, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki azalış eğiliminin devam etmesi, söz konusu ülkelerin iktisadi faaliyetini olumsuz etkileyerek küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecek bir diğer faktör olarak değerlendirilmektedir.



Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerine bakıldığında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 2014 yılı büyüme tahminlerinin, Euro Bölgesi ve İngiltere için yukarı yönlü; Japonya için ise 0,3 puan aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Hindistan hariç tutulduğunda, gelişmekte olan ülkeler için büyüme tahminleri genel olarak aşağı yönlü güncellenmiş; Latin Amerika ve Doğu Avrupa Bölgeleri'nde söz konusu güncelleme daha belirgin olmuştur. 2015 yılına ilişkin olarak gelişmiş ülke büyüme tahminleri çoğunlukla yukarı yönlü güncellenirken, gelişmekte olan ülke tahminleri ise büyük ölçüde aşağı yönlü

güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). IMF'nin Nisan ayında yayımlanmış olduğu Dünya Ekonomik Görünüm tahminleri de Consensus Forecasts tahminleri ile büyük ölçüde örtüşmektedir. Bu çerçevede güncellenen GSYİH ağırlıklı küresel büyümeye ilişkin 2014 yılı tahmini bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, yukarı yönlü güncellenirken ihracat ağırlıklı küresel büyümede ise belirgin bir farklılık görülmemektedir. Önemli ihracat ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki olumlu büyüme görünümüne rağmen, Doğu Avrupa Bölgesi'ne ilişkin büyüme tahminlerinin yüksek oranda aşağı yönlü güncellemesi, ihracat ağırlıklı büyümenin daha sınırlı düzeyde seyretmesine neden olmuştur (Grafik 2.1.1).

**Tablo 2.1.1.**

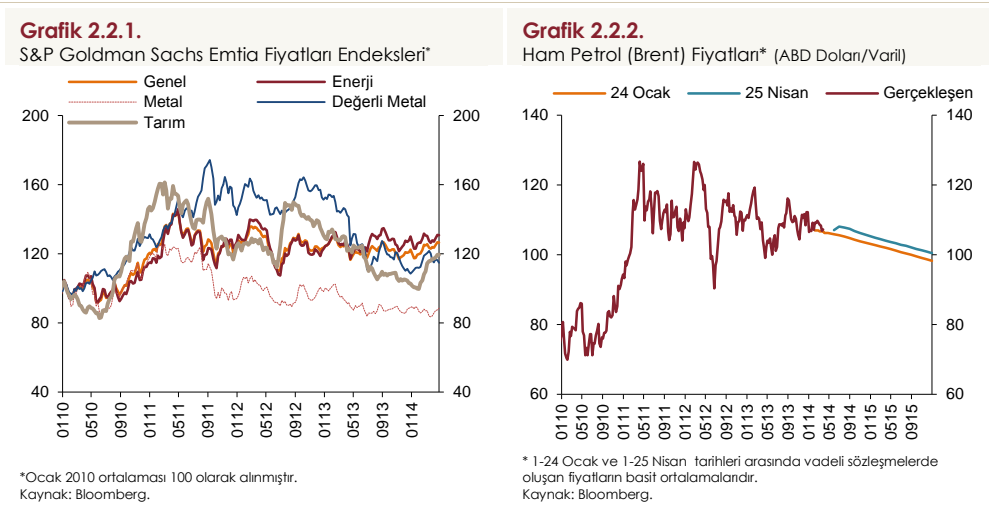
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

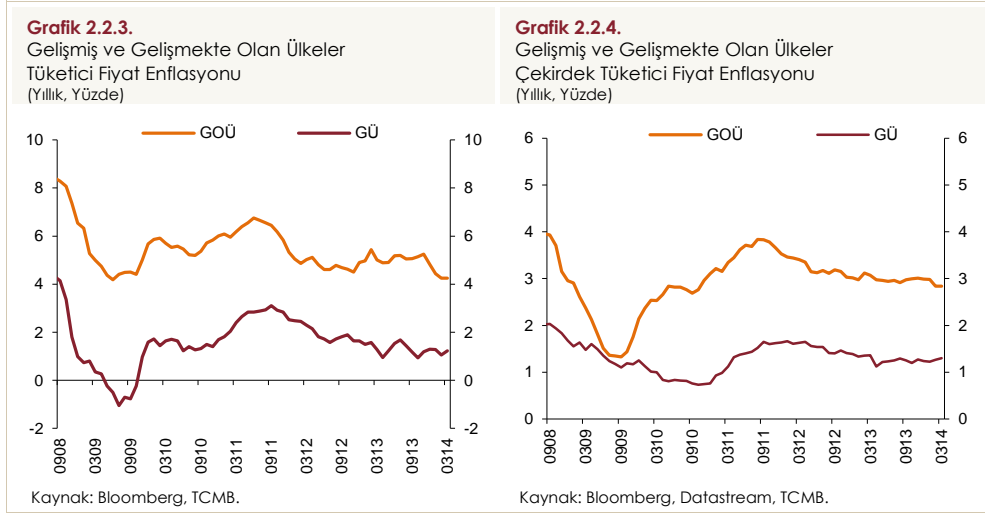
2014 yılının ilk çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 1,2 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde tarım ve değerli metal fiyatları sırasıyla yüzde 14 ve 7,1 oranlarında artarken; enerji fiyatları yüzde 1,8, endüstriyel metal fiyatları ise yüzde 5,5 oranında azalış kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Küresel büyümede bir toparlanma gözlenmesine karşın, gelişmekte olan ülkeler büyümesinin görece olarak zayıf seyri emtia fiyatlarının hareketinde etkili olmaya devam etmiştir. Söz konusu zayıf seyrin petrol fiyatları üzerinde talep yönlü belirgin bir baskı oluşmasını engellediğini söylemek mümkündür. Arz yönlü gelişmelere bakıldığında ise, ABD ham petrol üretim ve stoklarının yüksek seyrediyor olmasının fiyatlar üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşmasını engellediği, ancak jeopolitik risklerin petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tuttuğu değerlendirilmektedir. İlk çeyrek sonu itibarıyla 107 ABD doları seviyesinde bulunan Brent tipi ham petrol fiyatlarının önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerine bakıldığında, bir önceki Enflasyon Raporu döneminden çok farklılaşmadığı görülmektedir (Grafik 2.2.2).

Yılın ilk çeyreğinde endüstriyel metal fiyatları, Çin'in ekonomik aktivitesindeki yavaşlamaya bağlı olarak azalmıştır. Bu dönemde emtia fiyatlarında en belirgin değişim tarım fiyatlarında görülmüştür. 2012 yılı ortasından 2013 yılı sonuna kadar düşüş eğiliminde olan tarım ürünleri fiyatları, bu yılın ilk çeyreğinde iklim koşullarının da etkisiyle belirgin bir artış kaydetmiştir. Ayrıca, dünya tahıl üretiminde önemli paya sahip olan Ukrayna'da yaşanan politik gelişmeler de tahıl arzına ilişkin belirsizlikleri artırarak tarım ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır.

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre, genel ve çekirdek tüketici fiyat enflasyonunda, gelişmiş ülkelerde belirgin bir değişim gözlenmezken; ağırlıklı olarak Çin ve Hindistan kaynaklı olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde düşüş gözlenmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



2014 ve 2015 yıl sonlarına ilişkin enflasyon tahminleri gelişmiş ülkeler grubunda ABD ve İngiltere için yukarı yönlü, Euro Bölgesi ve Japonya için ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1). Gelişmekte olan ülkeler grubuna bakıldığında ise, Asya Pasifik Bölgesi enflasyon beklentileri gerçekleştirmeler paralelinde aşağı yönlü, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeleri için, çoğunlukla kurda yaşanan değer kayıplarına bağlı olarak, yukarı yönlü güncellenmiştir. Önümüzdeki döneme ilişkin tarım ürünleri fiyatlarındaki yukarı yönlü belirsizlikler, özellikle enflasyon sepetlerinde gıda ağırlığı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerin enflasyon görünümü açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Öte yandan, geleneksel olmayan para politikaları ve politik riskler küresel enflasyon görünümündeki belirsizliğe katkı sunmaya devam etmektedir.

**Tablo 2.2.1.**

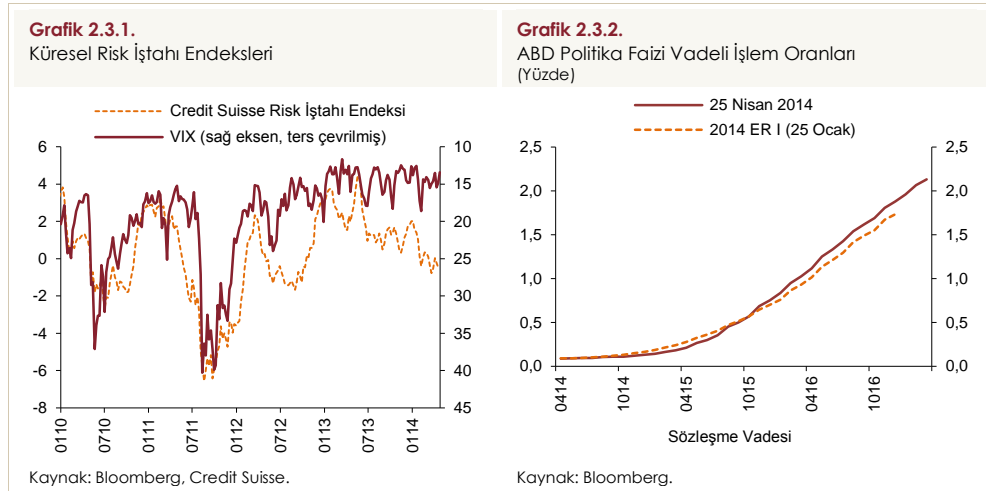
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

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

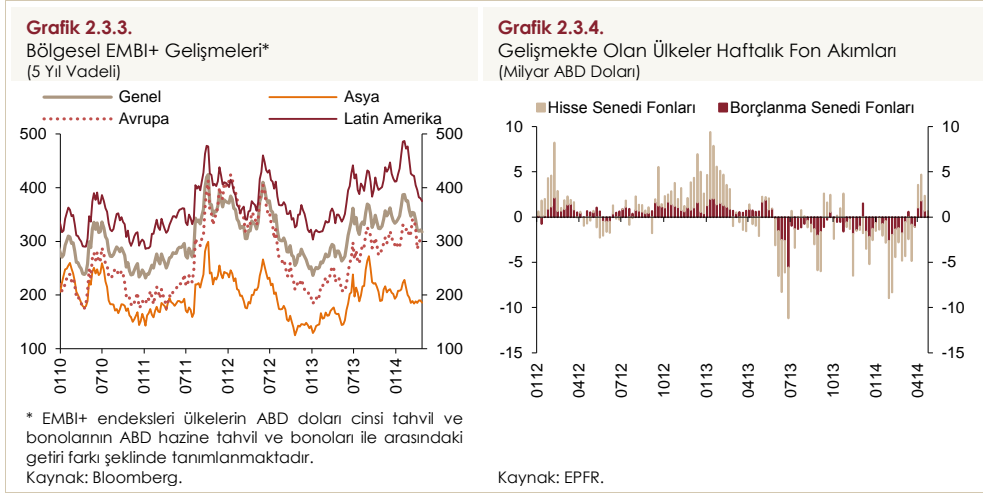
\* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.  
Kaynak: Consensus Forecasts.

### 2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

2014 yılının ilk çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerde büyümeye ilişkin kaygıların devam etmesinin ve Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlamasının etkisiyle küresel risk iştahı dalgalı seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Öte yandan, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentilerin, bir önceki Enflasyon Raporu döneminden belirgin bir farklılık göstermediği ancak beklenen artış oranının bir miktar yükseldiği görülmektedir (Grafik 2.3.2). Bu görünüm, Fed'in Kurul üyelerinin öngörülerine yer verilen duyurularında da teyid edilmekte, politika faizinin seviyesine ilişkin beklentilerin gerek 2015 gerekse 2016 yılları için bir miktar yükseldiği görülmektedir.



ABD ve Euro Bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ülkeler grubunun olumlu büyüme görünümü ve ABD para politikasına ilişkin belirsizliğin azalması sonucunda gelişmiş ülke borsaları değer kazanmaya devam ederken, gelişmekte olan ülke borsalarında son dönemde gözlenen değer kaybı kısmen telafi edilmiştir. Ayrıca, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde gerilemeler gözlenmiştir (Grafik 2.3.3). Gelişmekte olan ülkelere benzer biçimde Euro Bölgesi'ndeki sorunlu ülkelere ait borçlanma senedi getirileri de gerilemiştir.

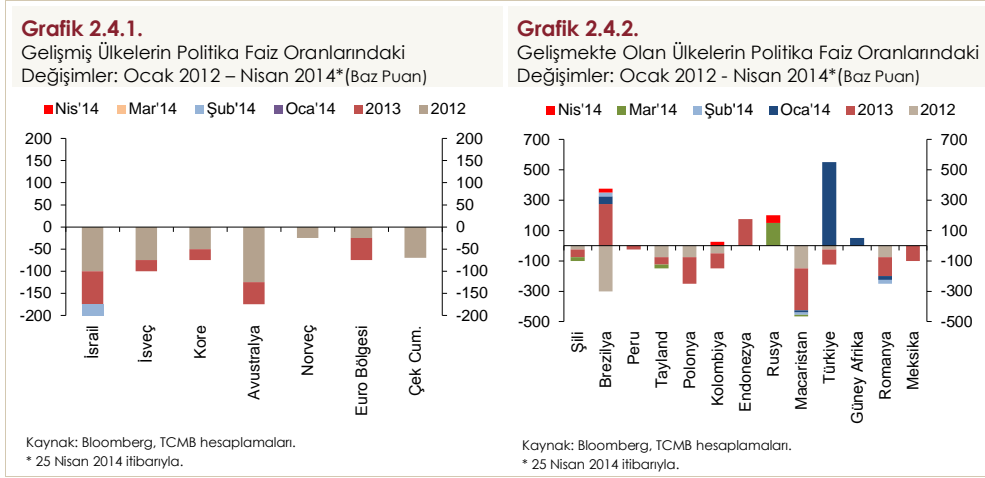


Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki düşüş eğilimi yılın ilk çeyreğinde devam etmiştir. Çeyreklik bazda incelendiğinde, ilk çeyrekte gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin biçimde hızlanmıştır. Portföy dağılımı bazında ise, önceki yılın son çeyreğinde gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarından benzer miktarlarda çıkışlar gözlenmiş iken, ilk çeyrekteki sermaye çıkışları ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarından olmuştur (Grafik 2.3.4). İkinci çeyreğin ilk haftalarında ise ilk çeyreğin aksine sınırlı girişler gözlenmiştir. Sermaye akımlarının önümüzdeki dönem izleyeceği seyrin gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişmeler açısından önemli olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

Fed'in Ocak ayından itibaren fiilen varlık alımlarını azaltmaya başlaması başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde canlı kalmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Fed'in aylık varlık alım miktarındaki azalışların belirli bir düzene kavuşmuş olduğu algısının, genişletici para politikasından çıkış stratejisine dair belirsizliği bir ölçüde azalttığı değerlendirilmekte birlikte, süregelen küresel belirsizlikler nedeniyle, gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarındaki oynaklığın bir süre daha yüksek seyredebileceği düşünülmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanma devam ederken, gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün zayıf seyri, geçen Enflasyon Raporu döneminde olduğu gibi, sermaye akımlarında gelişmekte olan ülkelere aleyhine görünümü destekleyecek bir unsur olmaya devam edebilecektir.

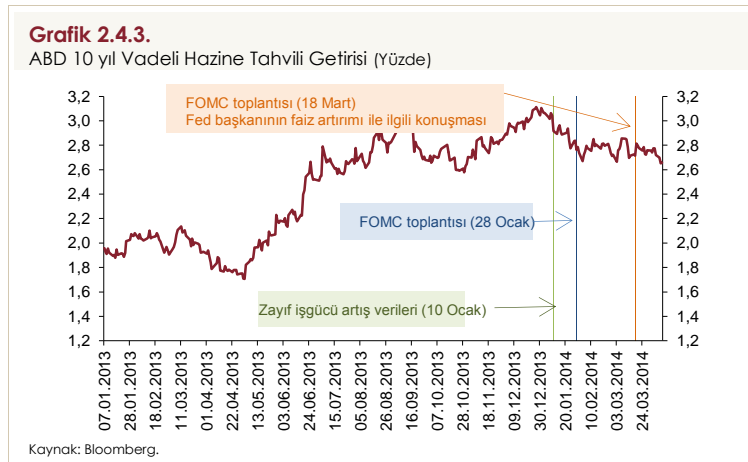
#### 2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

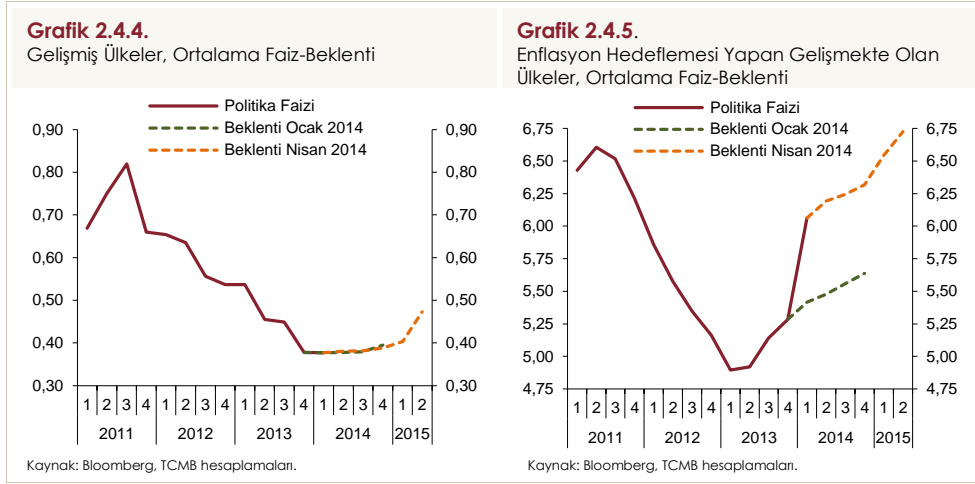
2014 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülkeler grubu para politikası, bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki eğilimini korumuştur. Buna göre, Fed'in varlık alımlarını azaltma politikası, önceden belirlendiği şekilde, düzenli olarak devam etmiş ve gelişmiş ülkeler grubu politika faizleri durağan seyretmiştir (Grafik 2.4.1). Yılın başında finansal piyasalarda meydana gelen sermaye çıkışı kaynaklı dalgalanmalar ve gelişmekte olan ülke para birimlerinde meydana gelen önemli değer kayıpları neticesinde Brezilya, Türkiye ve Güney Afrika'da politika faizleri geçtiğimiz çeyrekte önemli ölçüde artmıştır. Politik gelişmeler nedeniyle Rusya Merkez Bankası'nın da Mart ayında faiz artırımına gitmesi ile birlikte, gelişmekte olan ülkelere para politikasının yılın ilk çeyreğinde genel itibarıyla sıkılaştırma eğilimi sergilediğini söylemek mümkündür (Grafik 2.4.2).



Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağı sinyali verdiği 2013 yılı Mayıs ayından itibaren ABD büyüme ve istihdam rakamları tüm dünyada dikkatle izlenilmeye başlanmış ve açıklanan her veri gerek ABD'de gerekse gelişmekte olan ülke piyasalarında faiz ve kurlar üzerinde etkili olmuştur. 2013 yılı Aralık ayında Fed, varlık alımlarını ilk defa azaltmış ve sonraki toplantılarda da kesintileri aynı miktarda (her toplantıda toplam 10 milyar ABD doları) devam ettirmiştir. Bu yöndeki belirsizliğin büyük ölçüde azalması ve başkan değişikliğinin de politikada bir sıkılaşma yaratmayacağını piyasalar tarafından algılanmasıyla ABD uzun dönem faizlerinin Ocak ayı sonlarından itibaren yatay bir seyir izlemeye başladığı gözlenmiştir (Grafik 2.4.3).

Varlık alımlarının hangi hızla sona erdirileceği yönündeki belirsizliğin azalmasıyla birlikte küresel para politikası açısından belirleyici olan temel risk faktörü Fed'in ilk faiz artırımının zamanlaması ve hızına ilişkin belirsizlik olmuştur. Fed, Mart ayı toplantısı sonrasında yayımladığı duyuruda, varlık alım programının sonlandırılmasının ardından politika faizinin hatırı sayılır bir süre daha mevcut seviyesinde kalabileceği beklentisine yer vermiş ve yüzde 6,5 işsizlik oranına atıfta bulunmayı bırakarak, politika sıkılaşmasının tüm veriler analiz edilerek kontrollü bir şekilde gerçekleşeceğini belirtmiştir. Benzer şekilde İngiltere Merkez Bankası da, işsizlik oranının hızla gerilemesinden sonra, politika faizlerindeki artışın zamanlamasına ilişkin olarak söz konusu orana yaptığı atıftan vazgeçmiştir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde gözlenen toparlanmaya karşın deflasyonist risklere bağlı olarak ECB'nin, yeni bir miktarsal genişleme programına başlama olasılığı artmıştır.





Yılın ilk çeyreğinde gelişmiş ülke grubu politika faizi gelişmeleri geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemindeki öngörüler dahilinde gerçekleşmiş, 2014 yılına ilişkin beklentilerde de durağan bir seyir gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama politika faizinin, beklentilerin ötesinde yükseldiği görülmüş ve yılın kalan bölümünde yükselmeye devam edeceğine ilişkin beklenti değişmemiştir (Grafik 2.4.5). Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke politika faizlerinin 2015 yılına ilişkin beklentilerine bakıldığında, küresel para politikasının sıkılaşıma eğiliminin söz konusu dönemde hız kazanacağı beklentisi açık olarak görülmektedir.