

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı yavaşlamaya devam etmiştir. Bununla birlikte, uluslararası kuruluşların 2011 ve 2012 yıllarına ait küresel büyüme tahminlerinde bu aşamada belirgin bir değişiklik yapmadıkları gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde zayıf seyreden büyüme eğiliminin aksine, gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının desteklediği kredi genişlemesinin de etkisiyle iç talep kaynaklı hızlı büyüme eğilimi devam etmektedir.

Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne, özellikle bazı euro bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin artan endişeler ve ABD'de istihdam piyasasındaki toparlanmanın beklenenden yavaş olacağına anlaşılması, küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasına neden olmuştur. Son dönemde Yunanistan'ın kamu borcununun yeniden yapılandırılması ve euro bölgesinde finansal istikrarın güçlendirilmesi kapsamında açıklanan yeni tedbir paketi Yunanistan'ın borçlarını düzensiz bir şekilde yeniden yapılandırma riskini büyük ölçüde azaltmıştır. Avrupa Finansal İstikrar Fonunun (European Financial Stability Fund – EFSF) esnekliğini artırıcı ve sorun yaşayan diğer çevre ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürücü tedbirler de piyasa tarafından genel olarak olumlu karşılanmıştır. Bununla birlikte, Yunanistan'ın kamu borcunun sürdürülebilirliğine ve diğer bazı çevre ülkelerin piyasa finansmanına erişimlerine dair sorunlar kısmen devam etmektedir. Bu çerçevede, euro bölgesinde kamu borcuna yönelik sorunların bir müddet daha gündemi meşgul edeceği düşünülmektedir.

ABD'de 2011 yılı ilk çeyrek büyümesi bir önceki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde yavaşlamıştır. Yılın ikinci çeyreğine ait öncü göstergeler, bu çeyrekte de büyümenin düşük gerçekleşeceğine işaret etmektedir. İstihdam artışlarının yavaşlaması ve artan emtia fiyatları sonucu enflasyonun yükselmesi, tüketim harcamalarının durağanlaşmasına neden olmaktadır. ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed), ikinci parasal genişleme paketini sona erdirirken, üçüncü bir paketten risk senaryosu çerçevesinde bahsetmiş ve düşük faiz politikasına uzun süre devam edeceği söylemini korumuştur. Euro bölgesinde, merkez ülkelerin olumlu performansı neticesinde, 2011 yılı ilk çeyreğinde yüksek büyüme gerçekleşmiştir. Bu çeyrekte, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı değişmezken, sabit yatırım harcamalarının katkısı önemli ölçüde artmıştır.

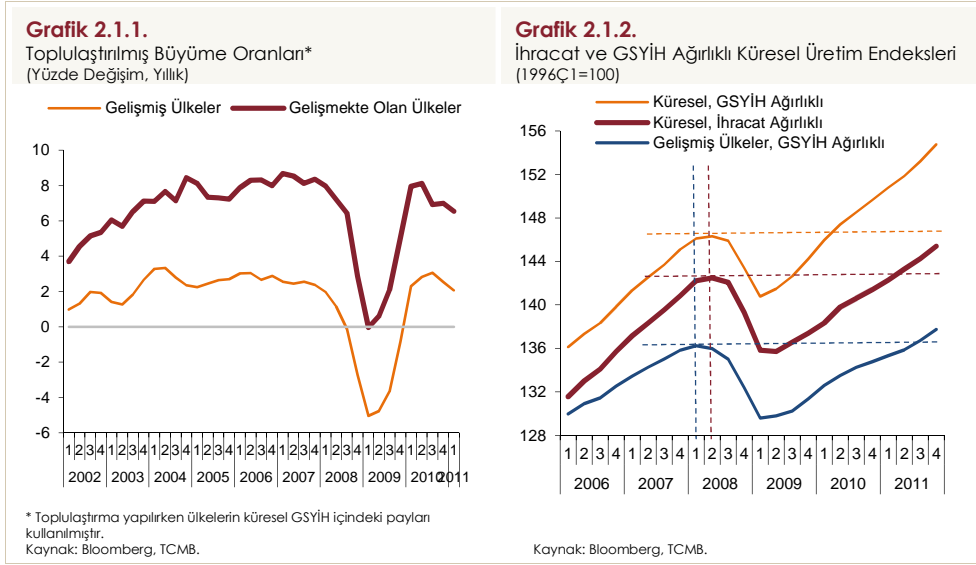
Öncü göstergeler ise, ABD'ye paralel bir şekilde, büyüme eğiliminin ikinci çeyrekte bir miktar yavaşlayabileceğine işaret etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye akımları ve hızlı kredi genişlemesi makro finansal riskleri beslemektedir. Bu ülkelerde büyüme güçlü seyrini son üç aylık dönemde de sürdürürken, enflasyon baskısı belirginleşmeye devam etmiş ve para politikalarında sıkılaşma eğilimi sürmüştür. Gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli risk unsuru hızlı sermaye girişlerinin de etkisiyle ortaya çıkan makroekonomik dengesizliklerdir. Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının yoğun sermaye akımlarının muhtemel olumsuz etkilerini sınırlayabilmek için makro riskleri azaltıcı tedbirlere ağırlık vermeye devam ettikleri gözlenmektedir.

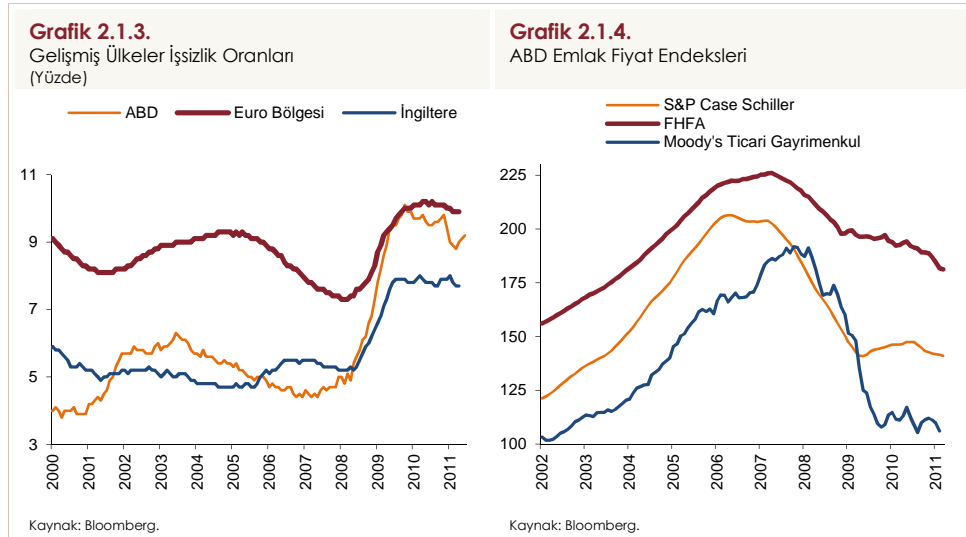
Emtia fiyatları son üç aylık dönemde bir miktar gerilemesine rağmen önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Petrol üreticisi ülkelerdeki jeopolitik sorunlar, bazı Avrupa ülkelerinde yaşanan kamu borç krizine ilişkin endişeler ve küresel ekonomik toparlanmanın hızına ilişkin kaygılar petrol fiyatlarındaki belirsizliğin devam etmesine neden olmaktadır. Diğer yandan, tarım ürünlerinde, geçtiğimiz yılın aksine, arz yönlü sorunların hafiflemesi beklenmektedir. Ancak bu gelişme, fiziki piyasalardaki sıkışıklıkları tam olarak ortadan kaldıracak kadar güçlü görünmemektedir.

2.1. Küresel Büyüme

Yılın ilk çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin artış hızının bir miktar yavaşladığı, ancak toparlanmanın sürdüğü gözlenmektedir. Büyüme görünümü açısından kendi aralarında önemli farklılıklar sergileyen gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetin kriz öncesi seviyesini içinde bulunduğumuz üç aylık dönemde aşması beklenmektedir. Aynı şekilde, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin de 2011 yılının ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesini geçmiş olduğu tahmin edilmektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerde alınan sıkılaştırıcı tedbirlere rağmen iç talebin desteklediği güçlü büyüme eğilimi sürmektedir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).

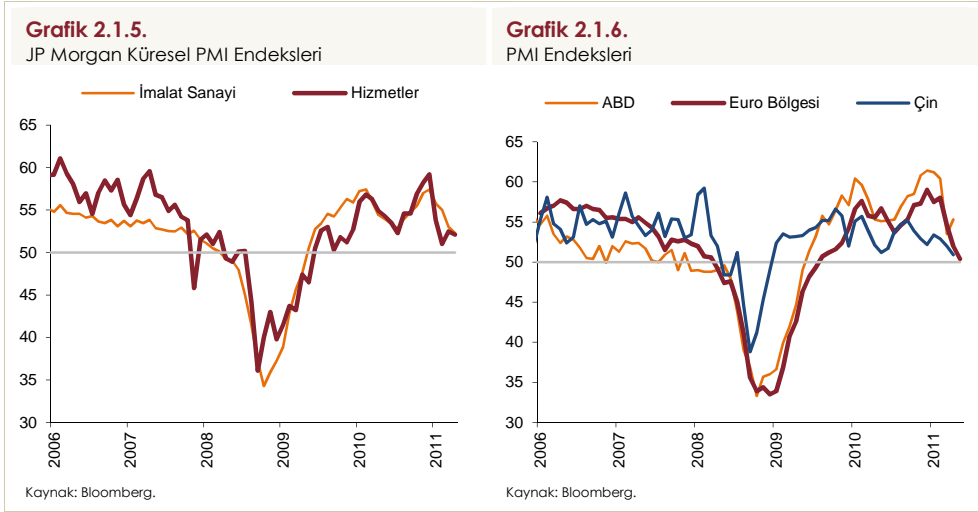


Gelişmiş ülkelerde istihdam artışlarının istikrara kavuşmamış olması nedeniyle işsizlik oranları kriz öncesi seviyelerinin üzerinde seyretmekte ve büyüme üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 2.1.3). Kasım ayından Mart ayına kadar sınırlı bir düşüş eğilimi sergileyen ABD işsizlik oranları, istihdam artışlarının yavaşlamasıyla takip eden üç aylık dönemde yeniden yükselmiştir. Diğer yandan, ABD emlak sektöründeki sorunların devam etmesi nedeniyle fiyatlardaki aşağı yönlü eğilimin kınlandığı dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.4).



2011 yılı ikinci çeyreğine ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endeksleri bir önceki çeyreğe göre daha düşük değer almalarına rağmen nötr

seviyenin üzerinde seyretmeye devam etmişlerdir (Grafik 2.1.5). ABD, euro bölgesi ve Çin ekonomilerine ilişkin PMI endekslerinin son dönemde aşağı yönlü eğilimlerini devam ettirmeleri, yakın dönemde küresel ekonominin büyüme hızındaki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.6).



Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, son dönemde Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2011 yıl sonuna ilişkin tahminlerin özellikle ABD ve Asya-Pasifik bölgesi için aşağı çekildiği dikkat çekmektedir. Japonya için 2011 yılı büyüme tahmini depremin etkisiyle önemli ölçüde düşürülürken, 2012 yılı beklentisi de yükseltilmiştir. Özellikle Almanya, Fransa, ve Hollanda kaynaklı olmak üzere euro bölgesi merkez ülkelerinin 2011 yılı beklentilerinin önemli miktarda yukarı yönlü güncellenmesi, euro bölgesi büyüme beklentisinde artışı beraberinde getirmiştir (Tablo 2.1.1).

Sonuç olarak, Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla Türkiye ihracatında yüksek paya sahip euro bölgesi ülkelerinin büyüme beklentisinin yukarı çekilmesine rağmen, Asya-Pasifik bölgesi ve ABD için büyüme beklentilerinin düşürülmesi nedeniyle Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümüne dair belirgin bir değişiklik yapılmamıştır. Bununla birlikte, küresel büyümeye dair aşağı yönlü risklerin arttığı belirtilmelidir.

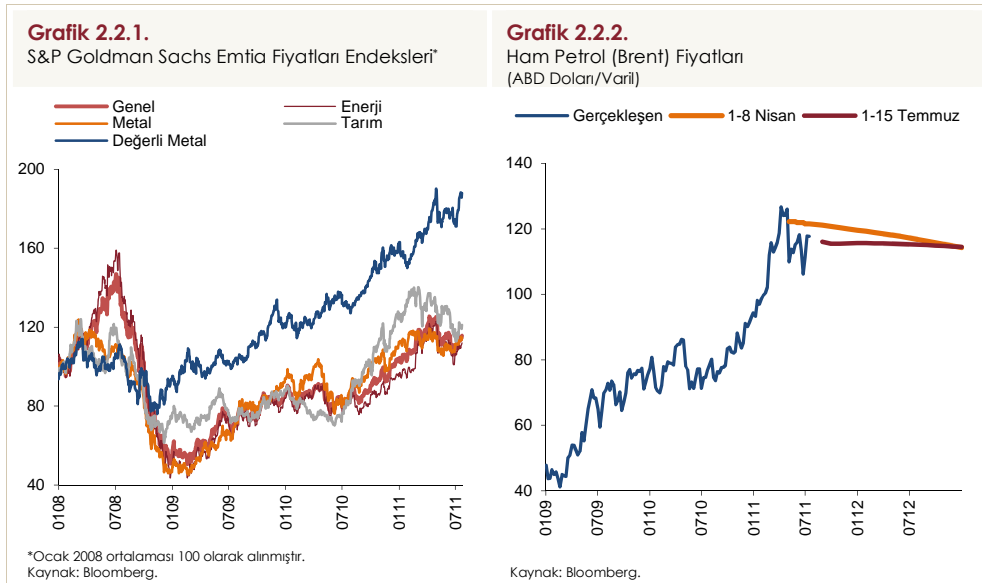
Tablo 2.1.1.Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2011		2012	
	Nisan	Temmuz	Nisan	Temmuz
Dünya	3,3	3,2	3,7	3,6
ABD	2,9	2,5	3,3	3,0
Euro Bölgesi	1,7	2,0	1,7	1,6
Almanya	2,7	3,4	1,9	1,9
Fransa	1,7	2,0	1,7	1,7
Hollanda	1,8	2,1	1,7	1,6
İspanya	0,7	0,7	1,3	1,3
Japonya	0,3	-0,7	2,7	3,1
Çin	9,3	9,2	8,9	8,8
Doğu Avrupa	4,1	4,3	4,3	4,3
Latin Amerika	4,2	4,5	4,2	4,2
Asya Pasifik	4,8	4,4	5,7	5,7

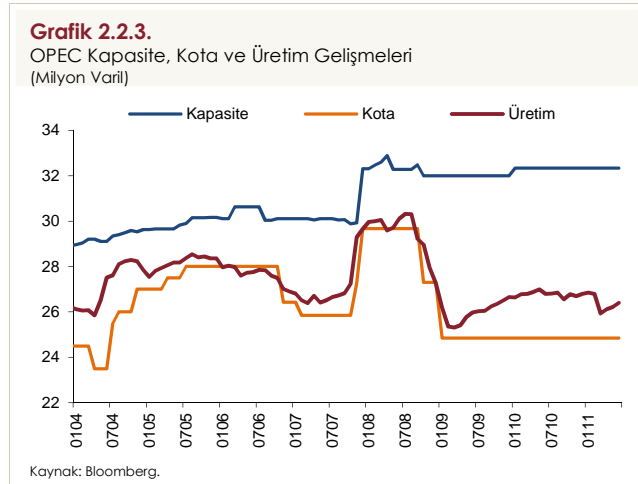
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının ikinci çeyreğinde, küresel emtia fiyatları, başta enerji ve tarım fiyatları kaynaklı olmak üzere, düşüş eğilimi sergilemiştir. Bu dönemde emtia fiyatlarındaki düşüşte talep koşullarının yanı sıra arz yönlü gelişmelerin de etkili olduğu gözlenmiştir. Endüstriyel metal fiyatlarındaki düşüşte, artan enflasyona bağlı olarak Çin yönetiminin kredi koşullarını sıkılaştırıcı yönde uygulamaya koyduğu tedbirlerin, ekonomiyi yavaşlatması etkili olmuştur. İkinci çeyreğin başında özellikle euro bölgesindeki borç krizinin etkisiyle tarihi zirve değerlerine ulaşan değerli metal fiyatları, risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak inişli çıkışlı bir seyir izledikten sonra Yunanistan'da tedbir paketinin kabulü ile bir miktar gerilemiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



OPEC ülkelerinin 8 Haziran 2011 tarihindeki toplantıda kota artırımını konusunda bir uzlaşmaya varamamaları, ham petrol fiyatları üzerinde baskı oluştursa da, OPEC atıl kapasitesinin büyük bir bölümüne sahip olan başta Suudi Arabistan olmak üzere Kuveyt ve Birleşik Arap Emirlikleri'nin OPEC kararından bağımsız olarak üretimlerini tek tarafı olarak artıracakları beklentisi petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı hafifletmektedir (Grafik 2.2.3 ve Tablo 2.2.1).



Diğer taraftan, Uluslararası Enerji Ajansının 23 Haziran 2011 tarihinde Libya'daki iç karışıklardan dolayı petrol arzında meydana gelen kesintilere önlem olarak Temmuz ayı süresince stratejik petrol rezervlerini kullanacağını ve gerekirse bu rezervlerin kullanımına ilişkin ilave kararlar alabileceğini açıklaması, petrol fiyatlarının gerilemesine neden olmuştur. Petrol üreticisi ülkelerdeki jeopolitik sorunlar, Avrupa ülkelerindeki borç krizine ilişkin devam etmekte olan endişeler ve küresel ekonomik toparlanmanın hızına ilişkin kaygılar petrol fiyatlarındaki belirsizliğin devam etmesine neden olmaktadır.

Tablo 2.2.1.

OPEC Ülkeleri, Ham Petrol Atıl Kapasiteleri
(Milyon Varil)

	2010		2011	
	3. Çeyrek	4. Çeyrek	1.Çeyrek	2.Çeyrek
Cezayir	0,15	0,14	0,14	0,14
Angola	0,36	0,35	0,30	0,52
Ekvator	0,03	0,03	0,03	0,03
İran	0,27	0,30	0,30	0,35
İrak	0,10	0,11	0,00	0,00
Kuveyt	0,36	0,35	0,24	0,16
Libya	0,23	0,20	-	-
Nijerya	0,48	0,28	0,58	0,37
Katar	0,07	0,08	0,08	0,09
Suudi Arabistan	3,25	3,25	3,00	2,29
Birleşik Arap Emirlikleri	0,34	0,34	0,14	0,15
Venezuela	0,21	0,21	0,18	0,17
OPEC	5,89	5,65	5,00	4,30

Kaynak: Bloomberg.

Tarım fiyatlarında son üç aylık dönemde hızlı bir düşüş gözlenmektedir. Tarım fiyatlarındaki düşüşte arz yönlü sorunların hafiflemesinin belirleyici olduğu düşünülmektedir. Batı Avrupa ve Amerika'da etkili olan kuraklığın kısmen sona ermesi, Ukrayna ve Rusya'nın geçen yıldan bu yana uygulamakta oldukları ihracata ilişkin kota sınırlamalarını kaldırması öne çıkan gelişmelerdir. Ancak bu olumlu arz gelişmelerine karşın, kırılganlıkların ortadan kalktığını söylemek mümkün görünmemektedir (Tablo 2.2.2).

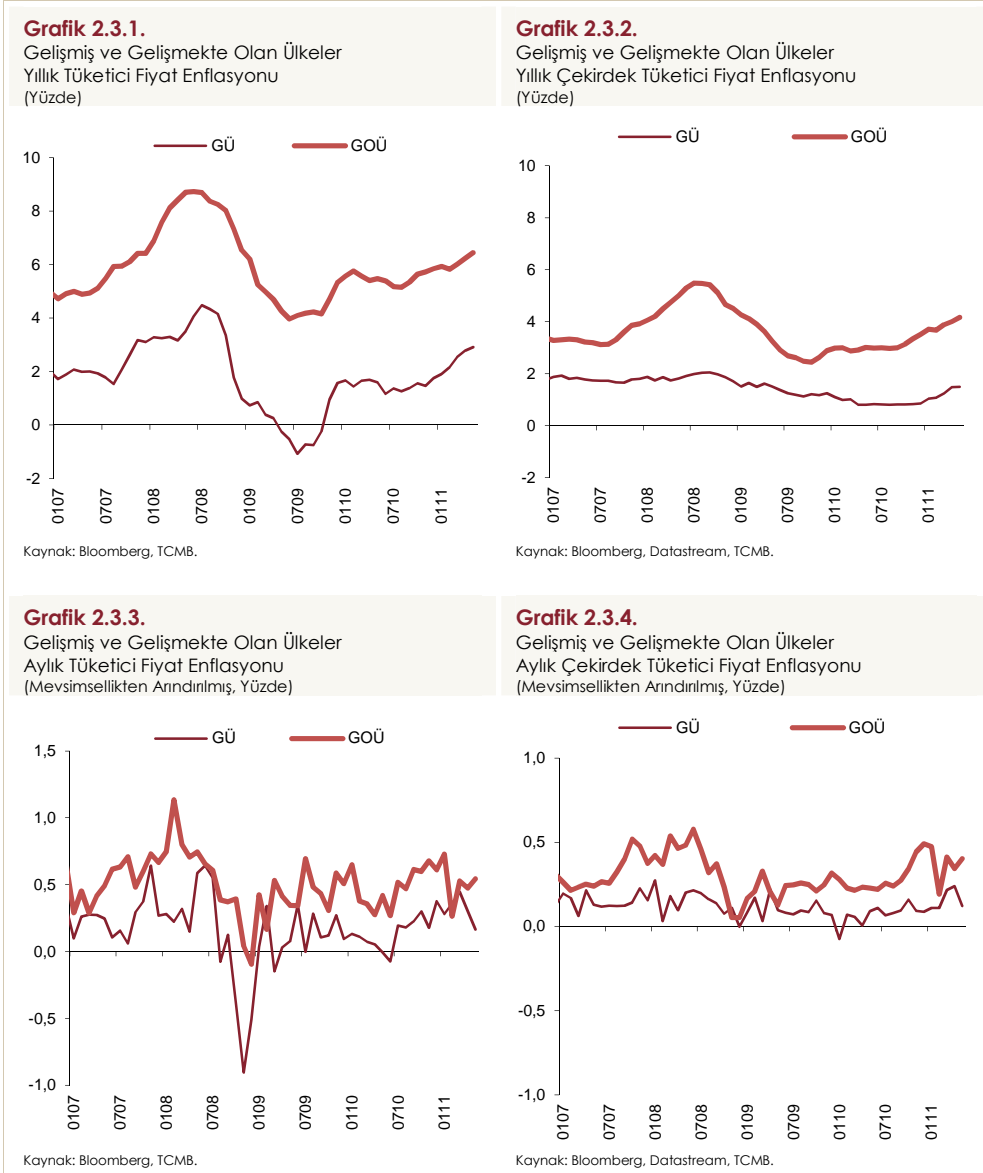
Tablo 2.2.2.
Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	166,5	198,3	189,9
Üretim	684,3	648,2	662,4
Tüketim	652,5	656,6	670,2
Dönem Sonu Stoku	198,3	189,9	182,2
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,2	143,6	120,9
Üretim	812,9	820,0	872,4
Tüketim	816,6	842,8	877,6
Dönem Sonu Stoku	143,6	120,9	115,7
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	60,5	44,3	44,4
Üretim	101,4	114,6	123,8
Tüketim	118,4	114,9	118,9
Dönem Sonu Stoku	44,3	44,4	48,3

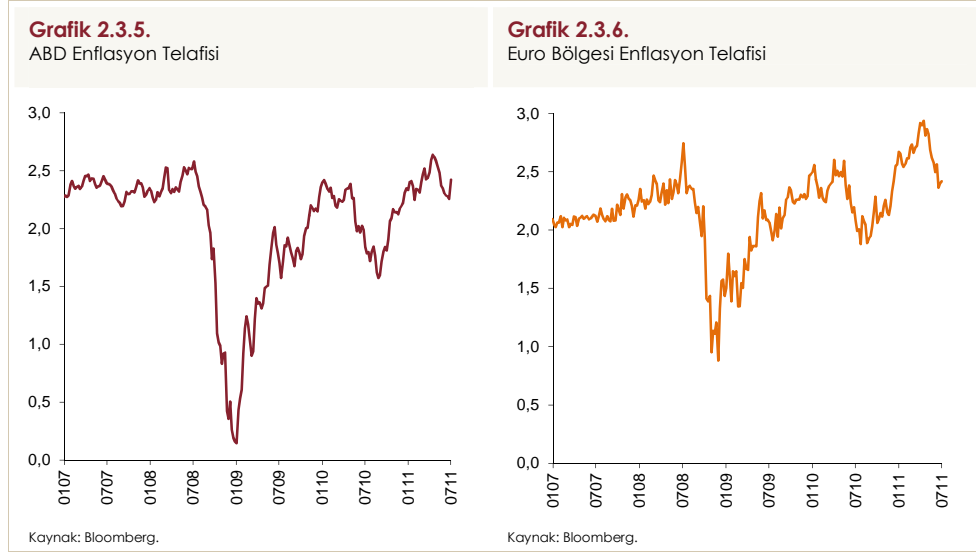
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

2.3. Küresel Enflasyon

2011 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon oranları gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülkelerde yıllık bazda yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Ancak mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya paralel olarak, tüketici ve çekirdek enflasyon oranlarının gerilediği gözlenmiştir (Grafik 2.3.3 ve Grafik 2.3.4). Öte yandan, gıda ve petrol ürünlerinin tüketim içindeki payının daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde iç talep canlılığının yanı sıra emtia fiyatlarının oluşturduğu enflasyonist baskılar sürmüştür.



Enflasyon telafileri yılın ikinci çeyreğinin ortalarında son yılların en yüksek seviyesine ulaşmış ve gelişmiş ülkelerde sıkılaştırma tedbirlerinin beklenenden erken gelebileceğine dair beklentilerin doğmasına sebep olmuştur. Takip eden dönemde, küresel büyümede yavaşlamaya işaret eden verilerin etkisiyle enflasyon telafilerinde bir miktar gerileme gözlenmiştir (Grafik 2.3.5 ve Grafik 2.3.6).



Temmuz ayı itibarıyla 2011 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentileri küresel ölçekte Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.3.1). Bu güncellemelerin, emtia fiyat artışları sonucu özellikle yılın ilk çeyreğinde beklentileri aşan enflasyon gerçekleşmeleri kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Nitekim, 2012 yıl sonuna dair enflasyon beklentilerinde sınırlı güncellemeler olduğu gözlenmektedir.

Tablo 2.3.1.
Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

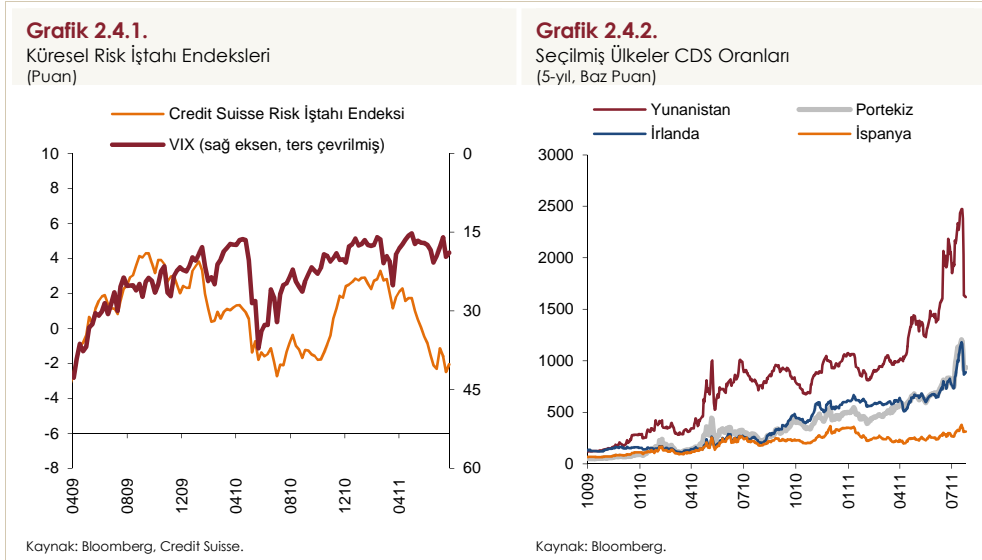
	2011		2012	
	Nisan	Temmuz	Nisan	Temmuz
Dünya	3,4	3,7	2,9	3,0
ABD	2,7	3,1	2,1	2,1
Euro Bölgesi	2,4	2,6	1,8	1,9
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Doğu Avrupa	6,3	6,6	5,7	5,8
Latin Amerika	7,5	7,5	7,0	7,1
Asya Pasifik	3,3	3,4	2,7	2,8

Kaynak: Consensus Forecasts.

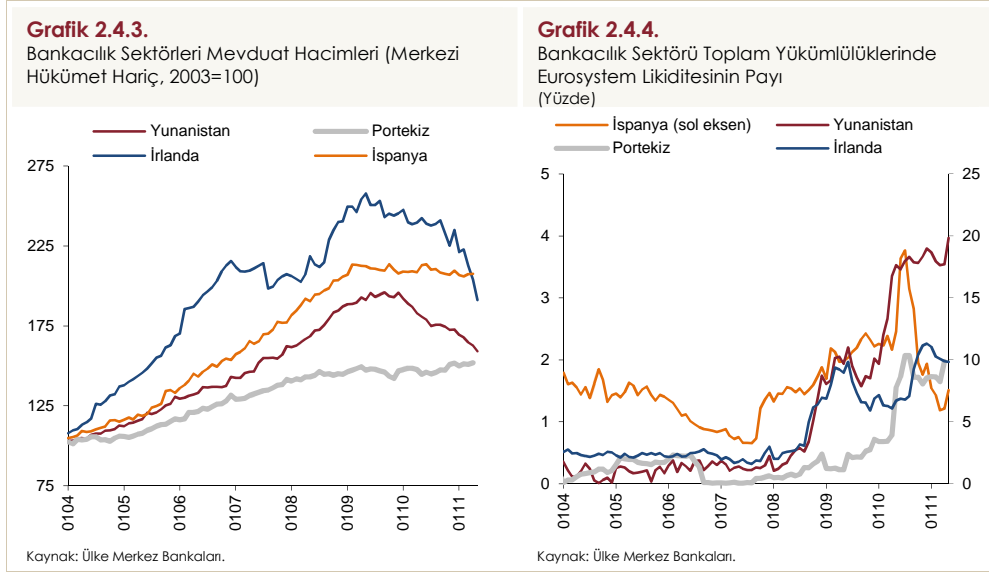
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Geçtiğimiz çeyrek içerisinde finansal piyasaları etkileyen temel unsurlar euro bölgesi borç krizi ve küresel iktisadi faaliyeti etkileyen gelişmeler olmuştur. Çeyreğin başlarında olumlu küresel büyüme görünümüyle birlikte finansal piyasalarda da olumlu seyir gözlenirken, takip eden dönemde küresel büyümenin yavaşladığına işaret eden verilerin açıklanması ve Yunanistan borç krizinin ağırlaşması finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemiştir.

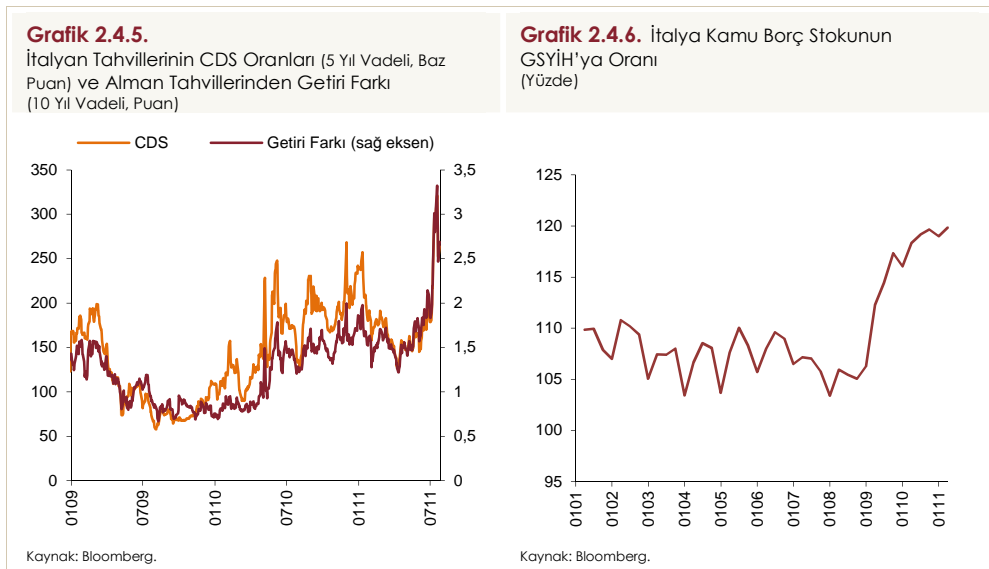
Küresel risk iştahı endeksleri Mayıs ayı başından itibaren gerilerken, Yunanistan'ın borç krizine dair sorunların çözülmesine yönelik adımları takiben Haziran ayı sonlarından itibaren bir miktar toparlanmıştır (Grafik 2.4.1). Yunanistan'ın borçlarını yeniden yapılandırmak zorunda kalacağına ilişkin endişeler yılın ikinci çeyreği boyunca canlı kalırken, Yunanistan hükümeti tarafından yeni bir tedbir paketinin yürürlüğe sokulması ile piyasalar bir miktar sakinleşmiştir. Yunanistan için ikinci bir yardım paketinin gündeme alınması ve Fransız bankalarının önderliğinde yürütülen gönüllü tahvil takası görüşmeleri önemli gelişmeler olmasına rağmen, piyasaların Yunanistan'a olan temkinli duruşu devam etmiştir. Avrupa'da finansal istikrarı tesis etmeye yönelik açıklanan son yardım paketinin kabulü ile finansal piyasalardaki tedirginlikler kısmen yatışmıştır (Grafik 2.4.2).



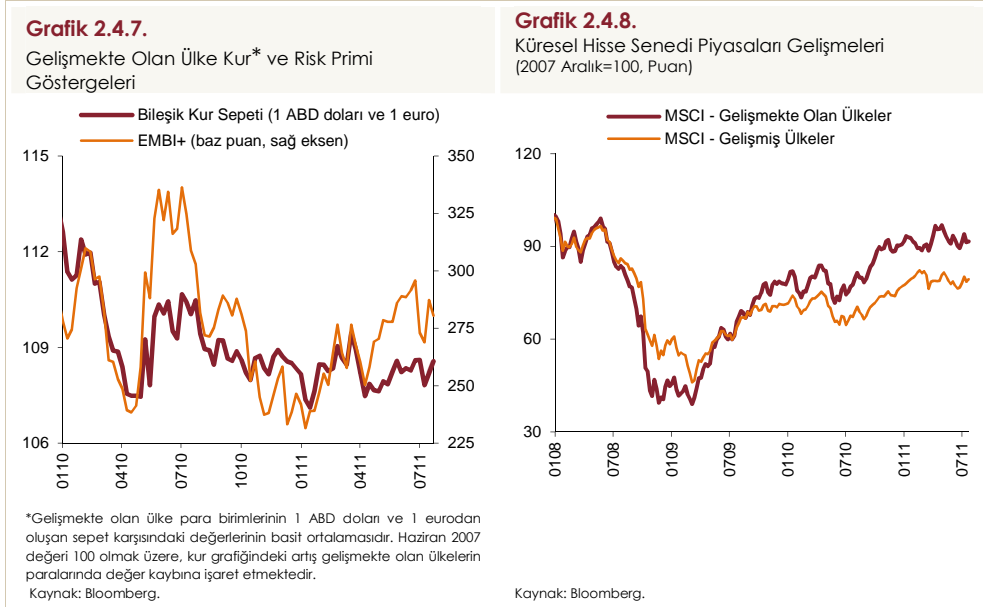
Yunanistan'da kamu borcuna dair süregelen sorunlardan bankacılık sektörü de olumsuz etkilenmiştir. Mevduat çıkışlarının yanı sıra piyasa finansmanına erişimin neredeyse tamamen kapanması tek likidite kaynağı olarak Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) fonlarını bırakmaktadır. İrlanda ise bankacılık sektöründeki sorunlar nedeniyle önemli mevduat çıkışları yaşayan bir diğer ekonomidir (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).



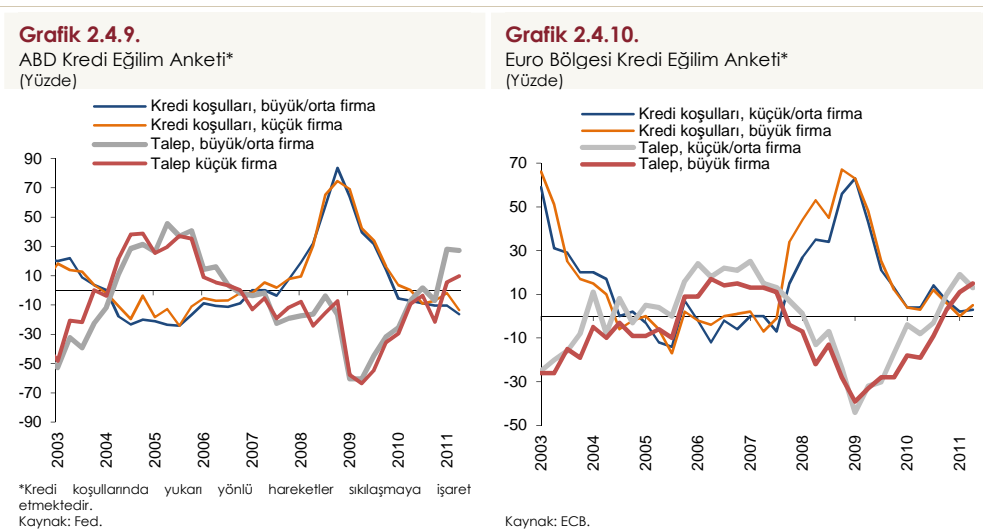
Yılın ikinci çeyreğinin sonlarında borç krizinin İtalya'ya sıçraması ihtimali güçlenmiş, buna bağlı olarak İtalyan tahvillerinin CDS oranları yükselirken, Alman tahvilleriyle getiri farkı belirgin şekilde artarak üç puanın üzerine çıkmıştır. Açıklanan ikinci yardım paketi neticesinde ise getirilerdeki artış bir miktar geri alınmıştır (Grafik 2.4.5). Söz konusu gelişmelerin ortaya çıkmasında İtalya'nın euro bölgesinin en yüksek borçlu ikinci ülkesi olması etkili olmuştur (Grafik 2.4.6). Bunun yanı sıra, koalisyon hükümeti ile muhalefet arasında yaşanan gerginlikler finansal piyasaların ülkeye olan güvenini azaltmıştır. Euro bölgesinin en büyük üçüncü ekonomisinde yaşanan bu gelişmeler borç krizinin küresel ekonomiye etkileri konusundaki endişelerin canlı kalmasına neden olmaktadır.



Risk iştahındaki değişimlere paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde artış yaşanmıştır. Söz konusu ülkelerde kurlar ise sınırlı şekilde değer kaybetmiştir (Grafik 2.4.7). Hisse senedi piyasaları çeyrek başında artış gösterirken sonrasında değer kaybetmiş ve çeyreği sınırlı bir düşüşle kapatmıştır (Grafik 2.4.8).



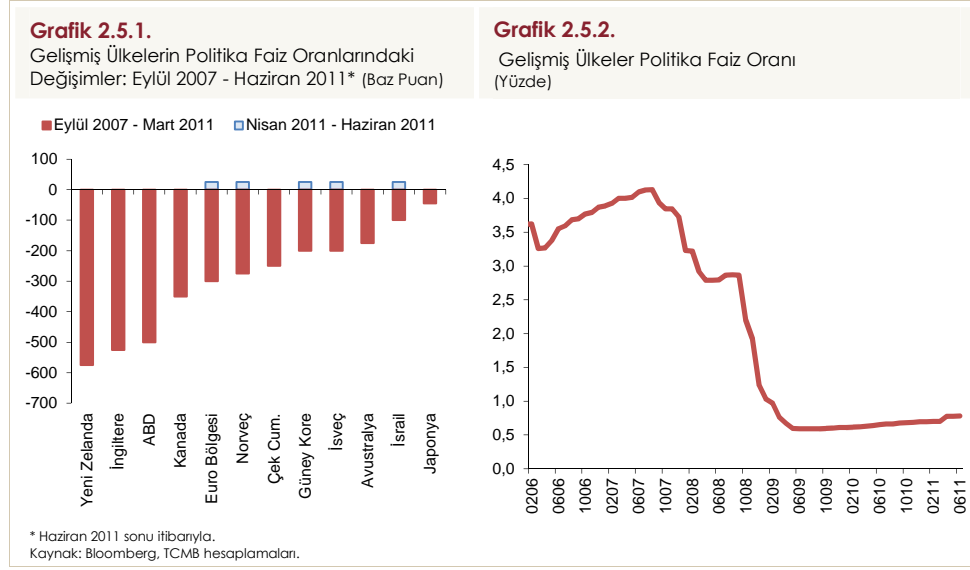
Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre ABD'de kredi talebindeki artış ve kredi koşullarındaki gevşeme gerek büyük ve orta ölçekli firmalar gerekse küçük firmalar için devam etmektedir (Grafik 2.4.9). ECB Kredi Eğilim Anketi'ne göre ise euro bölgesinde kredi koşullarında sınırlı bir miktar sıkılaştırma gözlenirken, kredi talebindeki artış azalarak da olsa devam etmektedir (Grafik 2.4.10).



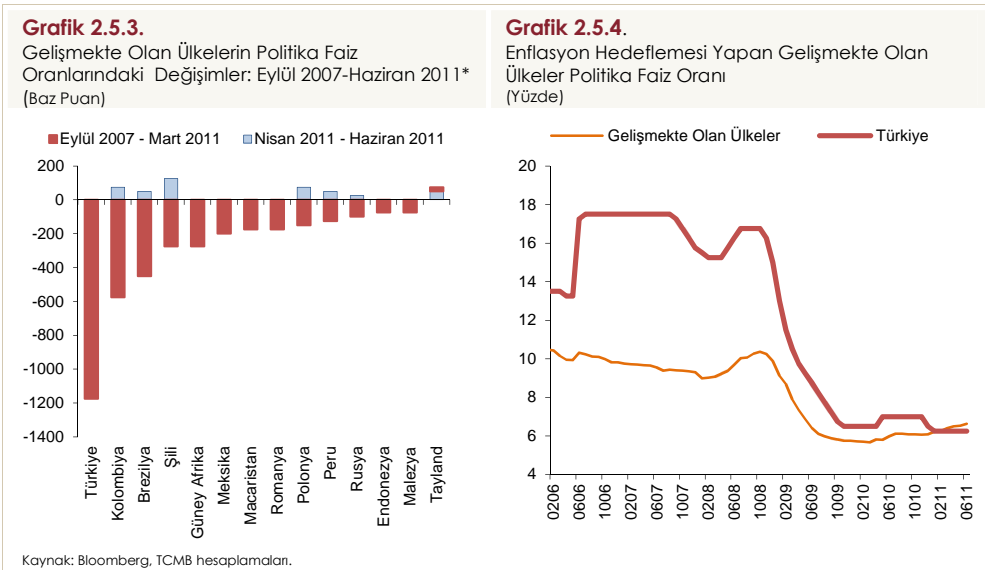
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Geçtiğimiz çeyrekte küresel para politikasının bir önceki çeyreğe göre, oldukça sınırlı bir miktar sıkılaştırılmış olduğu görülmektedir. G4 ülkeleri hariç tutulduğunda, bazı gelişmiş ülke merkez bankaları politika faizlerini artırmak suretiyle para politikalarını sıkılaştırırken; gelişmekte olan ülkeler gerek politika faizlerini yükselterek, gerekse makro risk azaltıcı tedbirleri kullanmaya devam ederek daha sıkı bir para politikası duruşu benimsemişlerdir.

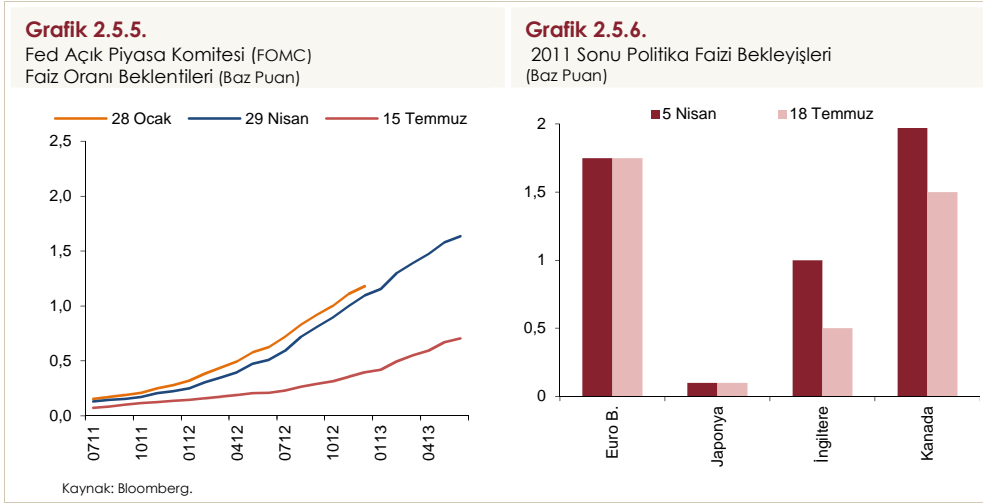
Kriz sonrası toparlanma sürecine girmiş olan bazı gelişmiş ülkelerde politika faizlerinde normalleşme sürecine girilmiş olsa da, toplulaştırılmış endekslere göre yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkelerin bileşik faizlerinin yukarı yönlü hareketi oldukça sınırlı düzeylerde kalmıştır (Grafik 2.5.1 ve Grafik 2.5.2). G4 ülkeleri içerisinde Amerika, İngiltere ve Japonya'da, henüz istikrarlı bir iktisadi toparlanma gözlenmediğinden, politika faizleri buldukları düşük seviyelerde tutularak, gevşek para politikası uygulamasına devam edildiği izlenmektedir. Öte yandan, ECB, yüksek seyreden bölge enflasyonunu kontrol altında tutmak amacıyla politika faizlerini Nisan ve Temmuz aylarında 25'er baz puan artırmıştır. Düşük seyreden politika faizlerine ilaveten, G4 ülkelerinde 2008 yılında başlamış olan para politikasında miktarsal genişleme sürecinin de genel olarak devam etmiş olduğu gözlenmektedir. Avrupa Merkez Bankası, çevre ülkelerde süren borç krizinin aşılmasına yönelik olarak tahvil alımlarına devam ederken, Japonya Merkez Bankası, meydana gelen depremin yıkıcı etkilerini telafi etmek amacıyla genişletici para politikası uygulamasını sürdürmüştür. Amerika'da ise Temmuz ayı itibarıyla ikinci miktarsal genişleme paketinin sonuna gelinmiş olsa da parasal koşulların halen oldukça gevşek olduğu görülmektedir. Özetle, yılın üçüncü çeyreği itibarıyla gelişmiş ülkeler para politikasının, gerek politika faizlerinde normalleşmenin sınırlı düzeylerde kalması, gerekse G4 ülkelerinde miktarsal genişleme uygulamalarının devam etmiş olması açısından, gevşek olduğunu söylemek mümkündür.



Gelişmekte olan ülkelerde, artan enflasyonist baskılar neticesinde, yılın ikinci çeyreğinde de politika faizleri artırılmaya devam edilmiştir (Grafik 2.5.3). Nitekim, toplulaştırılmış endekslere göre gelişmekte olan ülkelerin bileşik faiz oranları bir önceki çeyreğe göre 0,3 puan artarak Haziran ayı sonu itibarıyla yüzde 6,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.4). Ek olarak, yüksek miktarda sermaye girişi yaşayan gelişmekte olan ülkeler, ekonomileri üzerindeki olası etkileri en aza indirmek amacıyla, makro risk azaltıcı tedbirleri geçtiğimiz çeyrekte de yoğun olarak kullanmaya devam etmişlerdir. Dolayısıyla, sermaye hareketleri, makroekonomik ve finansal istikrara yönelik risk oluşturma potansiyeli taşıması açısından, yılın ikinci çeyreğinde de söz konusu ekonomilerin para politikasının şekillenmesinde temel belirleyicilerden biri olarak ön plana çıkmıştır.

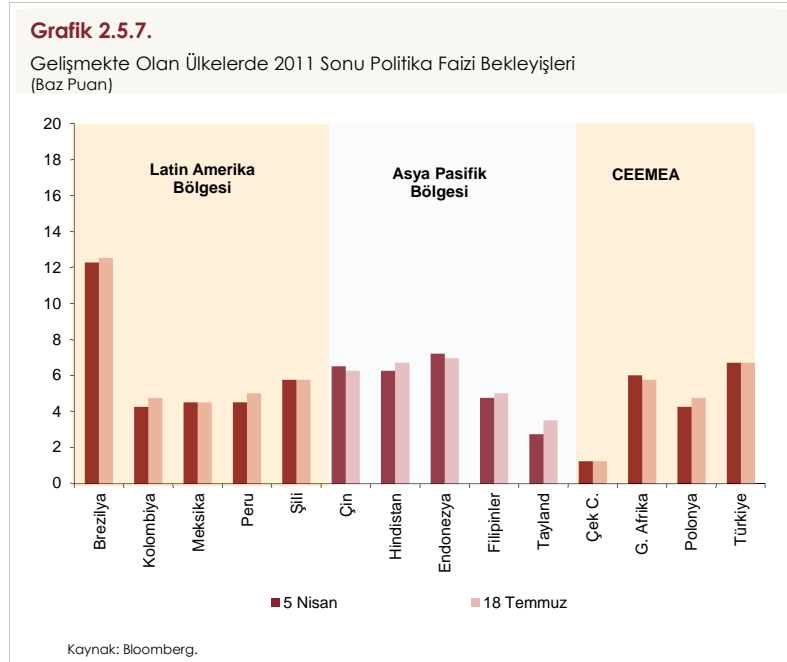


Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, gelişmiş ülkelerde, özellikle G4 ülkeleri olmak üzere, politika faizlerinde normalleşme beklentisinin ötelendiği gözlenmektedir. Sözgelimi, yılın ikinci çeyreğinde açıklanan veriler ışığında Amerika'da ekonomik büyümenin yavaşladığının görülmesi üzerine, Temmuz ayı itibarıyla politika faizi beklentileri bir önceki çeyrek beklentilerinin belirgin olarak altında kalmıştır (Grafik 2.5.5). Düşük faiz politikasının yanısıra, ABD'de Haziran sonu itibarıyla sonlandırılmış olunan ikinci miktarsal genişleme sürecinin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin sınırlı kaldığı görülmüş ve üçüncü miktarsal genişleme sürecinden bir risk senaryosu çerçevesinde bahsedilmiştir. Japonya, euro bölgesi, İngiltere ve Kanada gibi diğer gelişmiş ülkelerde de faizlerde normalleşme sürecinin ötelendiği; 2011 yıl sonu beklentilerinin bir önceki çeyrek beklentileri ile aynı kaldığı veya aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.5.6). Özetle, gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin önümüzdeki dönemde de düşük kalmaya devam edeceği ve genel olarak parasal koşulların gevşek olacağı öngörülmektedir.



Para politikasının olası seyrine gelişmekte olan ülkeler özelinde bakıldığında, bu gruptaki ülkelere yönelik sermaye akımlarının, gerek gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gözlenen ayrışma, gerekse iki ülke grubu arasında halihazırda yüksek seyreden faiz farkları nedeniyle, önümüzdeki dönemde de benzer bir eğilim izleyeceği öngörülmektedir (Kutu 2.1). Buna bağlı olarak, söz konusu ülkelerde para politikası seyrinin önemli ölçüde sermaye hareketleri tarafından belirlenmeye devam edeceği düşünülmektedir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerin faiz artırım beklentilerinin ötelenmesi ile birlikte iki ülke grubu arasındaki faiz farkının daha da açılacak olması, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmının daha fazla sermaye girişine

neden olmamak adına önümüzdeki dönemde faiz artırımını konusunda daha ihtiyatlı davranmalarına yol açabilecektir. Ne var ki, ekonomilerinin oldukça ısınmış olmasına bağlı olarak yüksek seyreden enflasyonlarını kontrol altında tutmak amacıyla çoğu Latin Amerika ve Asya-Pasifik bölgesi ülkesinin faiz artırımlarına devam etmesi beklenmektedir (Grafik 2.5.7). Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelerin, finansal sistemlerinin kırılganlıklarını azaltmak üzere sermaye kontrollerini artırebilecekleri ve yoğun sermaye girişlerinin yaratabileceği olası istikrarsızlığın bertaraf edilmesine yönelik olarak alternatif politika araçlarının kullanımına ağırlık verebilecekleri öngörülmektedir.



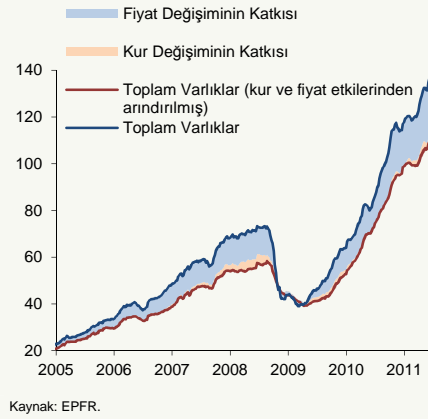
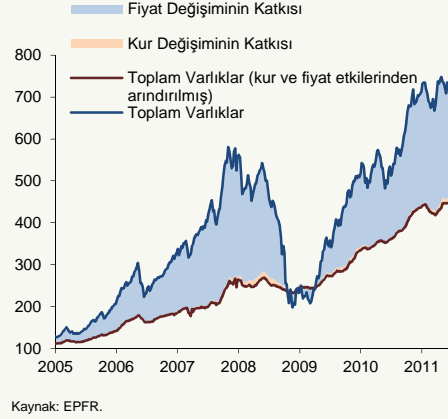
Kutu
2.1

Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Yatırımları

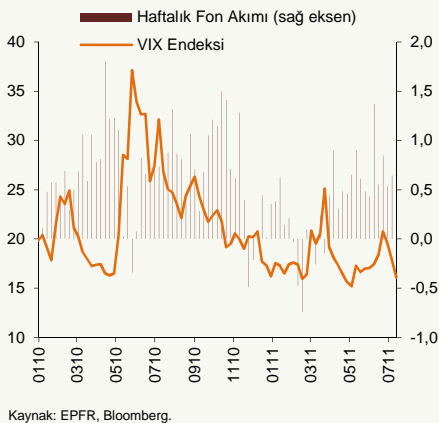
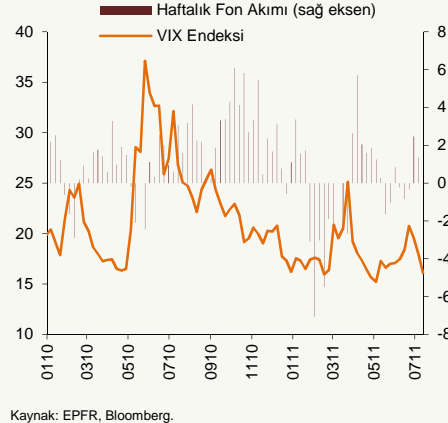
2010 yılı başından itibaren gelişmekte olan ülkeler enflasyonist baskılar nedeniyle faiz artırımına giderken, gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını buldukları düşük seviyelerde tutmaya devam etmeleri, iki ülke grubu arasındaki faiz farklarının giderek açılmasına sebep olmuştur. Buna ilaveten, gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici politikalar neticesinde küresel likidite fazlası oluşması ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin risklilik algılamasındaki görece iyileşmeye bağlı olarak iki ülke grubu arasındaki risklilik farkının azalması, yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişini desteklemiştir. Yoğun sermaye girişleri gelişmekte olan ülke ekonomilerini döviz kurlarında değerlenmeye bağlı olarak rekabet gücünü azaltma, ithal mallara olan talebi artırmak suretiyle dış ticaret dengesini ve cari dengeyi kötüleştirme, kontrolsüz kredi genişlemesine yol açma ve varlık balonları oluşturma gibi çeşitli kanallardan olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Öte yandan, sermaye akımlarında ani kesinti meydana gelmesi ihtimali de, finansal istikrar açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Nitekim, kriz sonrası dönemde bu risklere karşı, sermaye girişlerini kısıtlayıcı çeşitli tedbirler uygulamaya koyan gelişmekte olan ülkelerin para politikası duruşlarında sermaye hareketlerinin belirleyici rol oynadığı gözlemlenmiştir. Faiz farklarının açık kalmasının beklendiği 2011 yılı boyunca da bu rolün devam edeceği düşünülmektedir.

Sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli portföy yatırımları biçimindeki sermayenin risk algılamalarındaki dalgalanmalara aşırı duyarlı biçimde hareket etmesi özellikle bu kalemin yakından izlenmesi ihtiyacını doğurmaktadır. Bu kutuda, söz konusu portföy hareketlerinin son dönem gelişmeleri, borçlanma ve hisse senedi ayırımında incelenmekte ve ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarından aldıkları paylar değerlendirilmektedir.

2005 – 2011 yılları arasında yatırımcıların ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına yönelmiş oldukları görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). Kur ve fiyat etkilerinden arındırıldığında, küresel kriz döneminde gelişmekte olan ülke borçlanma senedi fonlarına yatırımın azaldığı, ancak kriz sonrası dönemde borçlanma senedi fonlarına yönelen sermaye miktarının hızlı bir artış eğilimine girdiği anlaşılmaktadır. Öte yandan, hisse senedi fonlarında kriz sürecinde gözlenen keskin düşüşün ağırlıklı olarak fiyat etkisinden kaynaklandığı, dolayısıyla kur ve fiyat etkisinden arındırılarak bakıldığında, hisse senedi fonlarından çıkışın sınırlı düzeyde kaldığı gözlenmektedir.

Grafik 1. Gelişmekte Olan Ülkeler Borçlanma Senetlerine Yönelen Fonlar (Milyar ABD Doları)**Grafik 2.** Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senetlerine Yönelen Fonlar (Milyar ABD Doları)

Yakın dönemde haftalık fon akımlarının küresel risk iştahı ile uyumlu hareket ettiği görülmektedir. 2011 yılının ilk çeyreğinde risk iştahındaki düşüşe paralel olarak gelişmekte olan ülkeler hisse senedi fonlarından çıkış gözlenmiş, borçlanma senedi fonlarından çıkış eğilimi ise sınırlı kalmıştır (Grafik 3 ve Grafik 4). Yılın ikinci çeyreğinde ise, borçlanma senedi fonlarına girişler istikrarlı biçimde sürmüştür. Hisse senedi fonlarında ise, her ne kadar Nisan ayında giriş eğilimi gözlenmiş olsa dahi, Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren risk iştahındaki bozulmayla beraber çıkışlar görülmeye başlanmıştır. Temmuz ayının ilk iki haftası itibarıyla gerek borçlanma senedi gerekse hisse senedi fonları kanalıyla gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri gözlenmeye devam etmiştir.

Grafik 3. Gelişmekte Olan Ülkeler Borçlanma Senedi Fon Akımları (Milyar ABD Doları)**Grafik 4.** Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Fon Akımları (Milyar ABD Doları)

Gelişmekte olan ülkelere yönelen fonlar içerisinde ülkelerin aldıkları paylar Tablo 1'de sunulmaktadır. Buna göre, görece olarak yüksek faiz veren ülkelerin borçlanma senetleri fonlarından daha fazla pay aldığı, hisse senedi fonlarından alınan payda ise güçlü ve istikrarlı büyüme performansı ile finansal derinliğin daha belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Söz gelimi, Brezilya gerek gelişmekte olan ülkeler içerisinde en yüksek faiz oranına sahip olması, gerekse olumlu ekonomik büyüme görünümü nedeniyle borçlanma ve hisse senedi fonlarındaki payı açısından üst sıralarda yer almaktadır. Ülkede faiz oranlarının bulunduğu yüksek seviyenin, yoğun kısa vadeli portföy girişlerine karşı 2010 yılından bu yana uygulanmakta olan makro ihtiyati tedbir ve sermaye kontrollerinin etkinliğini azalttığı ve ülkeyi yatırımcılar için cazip hale getirdiği düşünülmektedir. Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler arasındaki görece konumuna bakıldığında ise, 2011 yılının ilk yarısında borçlanma senedi fonlarında yatırımcılar tarafından tercih edilen ilk beş ülke içerisinde yer aldığı, hisse senedi fonları içerisinde ise nispeten düşük pay sahibi olduğu görülmektedir.

Tablo1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Fon Akımlarından Aldıkları Pay (Ortalama, Yüzde)

	BORÇLANMA SENEDİ FONLARI									
	2007	2008	2009	2010	Ocak	Şubat	2011 Mart	Nisan	Mayıs	
Brezilya	15,5	15,8	13,9	14,9	21,8	22,2	22,4	22,0	20,8	
Meksika	7,0	6,9	9,7	11,9	12,3	12,3	13,2	12,9	13,2	
Rusya	12,4	13,4	11,4	8,5	6,6	7,0	7,7	7,6	7,2	
Endonezya	5,6	4,5	6,7	7,3	6,5	7,0	6,9	6,9	7,0	
Türkiye	5,3	5,8	6,2	6,8	6,0	5,9	7,2	7,5	6,9	
Güney Afrika	0,7	0,9	1,9	3,3	5,5	5,8	6,5	6,6	6,8	
Malezya	1,0	0,9	0,9	2,1	3,3	3,1	3,7	3,9	4,5	
Kolombiya	3,0	3,9	3,8	3,7	3,3	3,2	3,1	3,1	3,3	
Polonya	1,3	1,8	1,9	2,9	3,0	2,8	2,8	3,0	2,9	
Filipinler	5,3	5,6	6,0	4,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,6	
Kazakistan	0,9	1,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,6	
Macaristan	0,8	0,6	1,3	2,1	2,1	1,9	2,4	2,5	2,5	
Venezuela	8,0	4,4	3,2	3,1	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	
Peru	2,1	2,2	2,8	2,5	2,4	2,3	2,2	1,9	2,2	
Tayland	0,5	1,0	1,7	1,7	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	
Arjantin	8,8	5,4	2,6	2,5	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9	
<i>Diğer*</i>	21,7	25,6	23,6	19,7	13,9	13,7	9,8	10,3	11,5	
	HİSSE SENEDİ FONLARI									
	2007	2008	2009	2010	Ocak	Şubat	2011 Mart	Nisan	Mayıs	
Çin	11,2	12,2	16,0	15,2	14,6	14,2	14,4	14,3	14,6	
Brezilya	12,6	14,1	14,3	14,8	14,3	14,7	14,4	14,0	14,2	
Güney Kore	13,1	10,4	10,3	10,4	11,4	10,7	11,0	11,3	11,3	
Tayvan	9,7	8,6	8,6	8,1	9,0	8,3	7,9	8,2	8,6	
Hindistan	6,3	7,0	7,8	9,0	8,1	8,3	8,8	8,5	8,4	
Güney Afrika	7,8	7,3	7,9	7,2	6,8	7,4	7,2	7,3	7,0	
Rusya	8,4	8,9	6,1	6,2	6,6	6,9	6,8	6,5	6,3	
Meksika	5,9	5,9	5,5	5,1	5,2	5,4	5,1	5,0	4,8	
Endonezya	2,3	2,2	2,4	3,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,1	
Tayland	1,9	1,9	1,8	2,1	2,1	2,4	2,5	2,6	2,6	
Malezya	2,4	1,9	1,5	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
Türkiye	3,0	2,4	2,3	2,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,1	
<i>Diğer*</i>	15,3	17,1	15,5	14,3	14,5	14,4	14,3	14,6	14,8	

* 2011 yılı ilk beş ayında gelişmekte olan ülke fonları içindeki payı ortalama yüzde 2'nin altında kalan ülkeler.
Kaynak: EPFR.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının, gerek gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gözlenen ayrışma, gerekse iki ülke grubu faiz farklarındaki artış beklentisi nedeniyle, önümüzdeki dönemde de devam etmesi mümkün görünmektedir. Bu çerçevede, portföy hareketleri makroekonomik ve finansal istikrara yönelik risk oluşturma potansiyeli taşıması açısından, gelişmekte olan ülkelerde para politikasının şekillenmesinde önemli bir belirleyici olmayı sürdürecektir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin daha fazla sermaye girişine neden olmamak adına önümüzdeki dönemde faiz artırımını konusunda daha temkinli davranmaları da mümkündür. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin kırılganlıklarını azaltmak üzere sermaye kontrollerini artırabilecekleri ve yoğun kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik istikrar üzerindeki olası olumsuz etkilerini bertaraf etmek için alternatif politika araçlarının kullanımına ağırlık verebilecekleri düşünülmektedir.