

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2017 yılının ilk çeyreğinde yaşanan olumlu büyüme performansının, yılın ikinci çeyreğinde güçlenerek sürdüğü gözlenmiştir. Son dönemde, gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmanın belirginleşmesi ile beraber küresel ticaret hacmi artmaya başlamıştır. Finansal piyasalardaki iyimser havanın da etkisiyle, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri yüksek seviyelerini korumuştur. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin göstergeler, gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme görünümünün, özellikle Euro Bölgesi ve ABD ekonomisi için güçlenerek devam ettiğine işaret etmektedir. Buna karşın, söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelere daha heterojen bir büyüme görünümü izlenmektedir. Küresel ekonominin yılın üçüncü çeyreğinde de ikinci çeyreğe benzer bir büyüme performansı sergilemesi beklenmektedir. Ekim ayında yayımlanan Consensus Forecasts ve IMF tahminlerinde, küresel büyüme öngörülerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli bir değişiklik yapılmamış olması, bu beklentileri desteklemektedir.

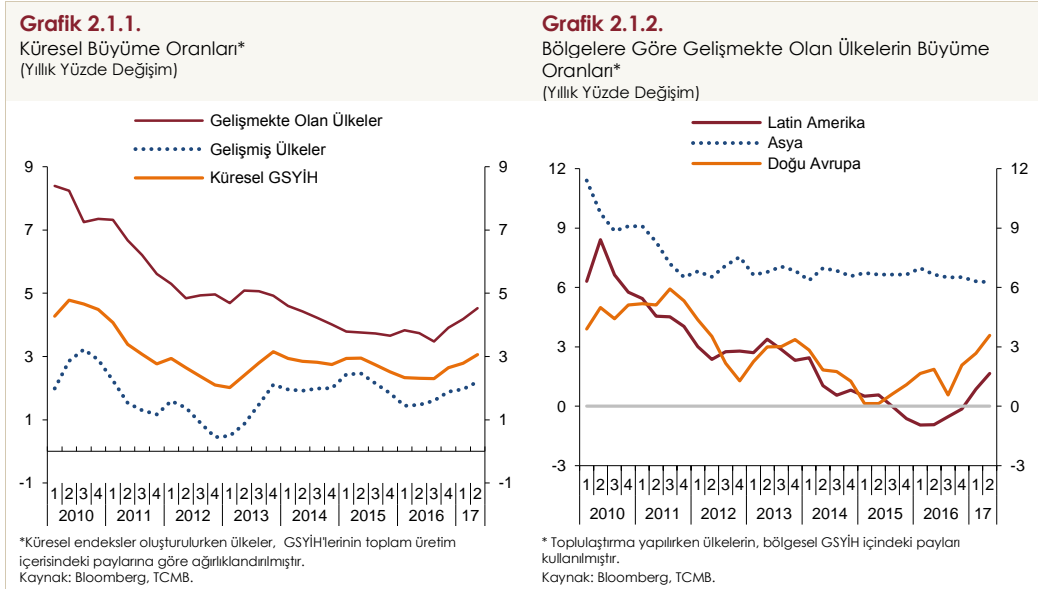
Fed'in faiz artırım ve bilanço küçültme süreçlerine dair beklentiler, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde de finansal piyasa gelişmelerinde önemli rol oynamıştır. ABD'de Eylül ayında beklenenden olumlu gelişen büyüme ve enflasyon verileri sonrasında Fed'in normalleşme sürecindeki kararlılığını vurgulaması, gelişmiş ülke tahvil getirilerinde ve piyasa oynaklığında yükselişe neden olmuştur. Bununla birlikte, küresel enflasyon oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi ve küresel para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağı beklentisinin sürmesi, risk iştahının yüksek seviyelerde seyretmesine yol açmış ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları, jeopolitik gelişmelerle bir miktar sektöre uğrasa da artış eğilimini devam ettirmiştir.

Küresel ekonomi ve finansal piyasalardaki mevcut olumlu görünüme rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin riskler genel itibarıyla aşağı yönlüdür. Gelişmiş ülkelerde, önümüzdeki döneme ilişkin para politikası normalleşme süreçleri önemli bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Fed 2017 yılı Ekim ayı itibarıyla bilanço küçültme operasyonuna başlamıştır. Söz konusu gelişme, beklentiler dahilinde olması bakımından, finansal piyasalarda olumsuz bir etki yapmamakla birlikte, süreç halihazırda bir takım belirsizlikler içermeye devam etmekte ve sürecin etkileri tam olarak öngörülememektedir (Kutu 2.1). Fed'in yanında, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından da açıklanmaya başlanan normalleşme süreçlerinin hızı ve miktarının öngörülerin ötesinde olması durumunda, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı-düşük oynaklık döngüsünün tersine dönmesi mümkündür. Bunun yanında, Çin başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında özel sektör borçluluğunun yüksek seviyelere ulaşmış olması finansal piyasalara yönelik risklerin etkisini büyütebilecek bir unsur olarak not edilmelidir.

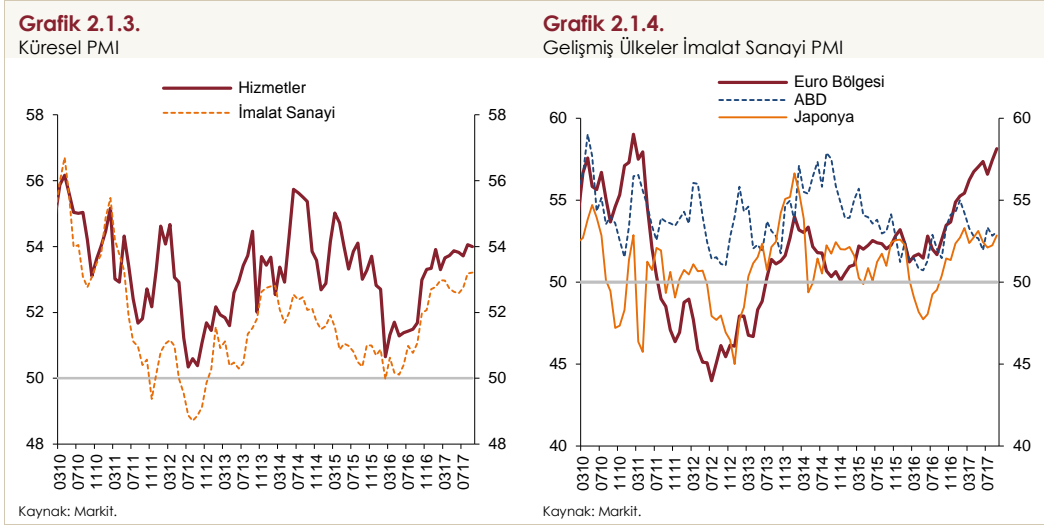
Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine ilişkin net bir yol haritasının henüz ortaya konulmaması ve özellikle Avrupa ülkelerinde daha içe dönük politikaların ön plana çıkıyor olması, söz konusu belirsizliklerin yüksek seyretmesine yol açan önemli etkenler olarak kaydedilmektedir. Özellikle Asya ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik sorunlar da finansal piyasaları ve küresel ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecek bir diğer risk faktörü olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, küresel iktisadi faaliyette yakalanan olumlu eğilimin devamını sağlamak ve kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılması ve bunun yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği not edilmelidir.

2.1. Küresel Büyüme

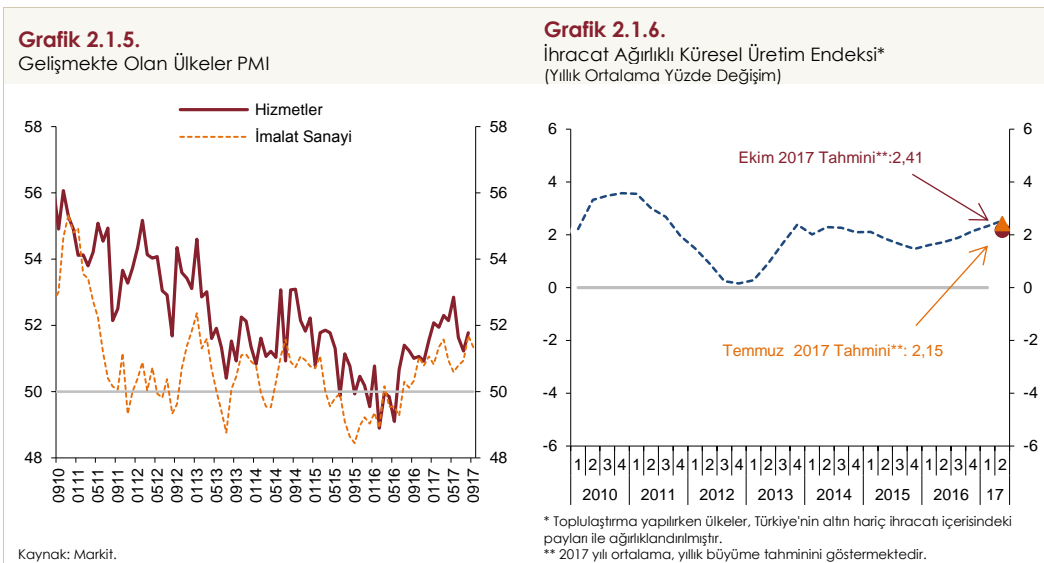
Küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu büyüme performansı, 2017 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde, küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyreğe kıyasla hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkelerde yükselmiştir (Grafik 2.1.1). Bu gelişmede, Euro Bölgesi, ABD, Japonya ve Kanada'daki olumlu büyüme performansı önemli rol oynamıştır. Buna karşın, İngiltere'nin ekonomik büyüme hızı yavaşlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise yıllık büyüme oranının, Brezilya'da yeniden pozitive döndüğü, Rusya'da bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde hızlandığı görülmüştür. Bu çerçevede, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerindeki olumlu büyüme performansı yılın ikinci çeyreğinde güçlenerek devam etmiştir. Ancak bu dönemde, Çin ve Hindistan ekonomilerinin yıllık büyüme hızındaki yavaşlama nedeniyle, Asya bölgesi yıllık büyüme oranı, önceki çeyreğe göre bir miktar ivme kaybetmiştir (Grafik 2.1.2).



Küresel iktisadi faaliyete ilişkin PMI verileri, yılın üçüncü çeyreğinde gerek imalat sanayii gerekse hizmetler alt endekslerinde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.3). Bu gelişmede başta Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik canlanma eğiliminin belirleyici bir rol oynadığı düşünülmektedir. Nitekim Euro Bölgesine ait imalat sanayii PMI verisi, ekonomideki olumlu büyüme görümünün 2017 yılının üçüncü çeyreğinde kuvvetlendiğini ve üçüncü çeyrek büyüme hızının bir önceki çeyreğe kıyasla yükseleceğini göstermektedir. Anılan dönemde, Ağustos ayının son haftası ile Eylül ayının ilk haftasında yaşanan iki kasırga felaketi iktisadi faaliyette geçici bir yavaşlamaya neden olmasına rağmen, ABD ekonomisi (yıllıklandırılmış olarak) yüzde 3 oranında büyüme kaydetmiştir. Öte yandan, anılan dönemde, Japonya ekonomisine ilişkin imalat sanayii PMI verisinin yılın üçüncü çeyreğinde ikinci çeyrek değerinin altında kalmış olması, Japonya'da büyüme hızının önceki çeyreğe kıyasla düşük kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.4).



Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI verileri, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre imalat sanayi için yükselirken, hizmetler sektörü için gerilemiştir (Grafik 2.1.5). Gelişmekte olan ülkeler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin ekonomisinde, yıllık büyüme hızı yılın üçüncü çeyreğinde önceki çeyreğe göre yavaşlamış ve yüzde 6,8 olarak gerçekleşmiştir. Hindistan ekonomisine ilişkin imalat sanayi PMI verisinin üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde gerilemesi, büyümedeki yavaşlamanın sürdüğüne işaret etmekle birlikte, ülkeye yönelen sermaye girişlerindeki güçlü seyrin, büyüme hızındaki yavaşlamayı sınırlayacağı değerlendirilmektedir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin Doğu Avrupa ülkeleri PMI verilerinin aşağı yönde olması, anılan ülkelerin büyüme hızlarının ikinci çeyreğe göre yavaşlayacağı beklentisini güçlendirmektedir. Buna karşın, Latin Amerika ülkelerinin imalat sanayi PMI verilerinde gözlenen olumlu görünüm, bölgenin resesyondan bütünüyle çıktığına ilişkin bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.



Sonuç olarak, küresel ekonominin yılın üçüncü çeyreğinde de büyümeye devam edeceği ve ikinci çeyreğe benzer bir performans sergileyeceği beklenmektedir. 2017 yılı için Consensus Forecasts küresel büyüme tahmininin, Ekim ayında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 0,1 puan gibi sınırlı bir oranda artması, söz konusu yargıyı desteklemektedir. Benzer şekilde, IMF tarafından Ekim ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'na ait 2017 yılı küresel büyüme tahmininde de, Nisan rapor dönemine göre, önemli bir değişiklik olmamış, 2017 yıllık küresel büyüme tahmini, Ekim ayında 0,1 puanlık artışla yüzde 3,6 olarak güncellenmiştir.

Ekim ayı Consensus Forecasts bültenlerine bakıldığında, 2017 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminlerinin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre Euro Bölgesi ve Japonya için yukarı yönlü güncellendiği, ABD ve İngiltere için ise değişmediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminleri ise Asya Pasifik bölgesi için aynı kalırken, Latin Amerika ve Doğu Avrupa için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu veriler çerçevesinde yenilenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi, yıllık küresel büyüme hızının, Ekim ayında, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre yükseldiğini göstermektedir (Grafik 2.1.6). Bir başka deyişle, Türkiye'nin 2017 yılındaki dış talep görünümü, bir önceki yıla kıyasla daha olumlu seyretmektedir.

Küresel iktisadi faaliyette yaşanan olumlu gelişmelere paralel olarak, küresel ticaret hacmi yılın ilk yarısında hızlı bir büyüme göstermiş, Dünya Ticaret Örgütü verilerine göre, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,2 oranında artmıştır. Söz konusu gelişmede, küresel ticaretin 2016 yılında zayıf seyretmesinin yarattığı baz etkisinin yanında, başta ABD ve Çin ekonomilerinde olmak üzere, canlı ekonomik büyümenin uyardığı ithalat talebi belirleyici olmuştur. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere yönelen yüksek portföy akımları, bu ülkelerde dış ticaretin finansmanını kolaylaştırarak, küresel ticaret hacmini olumlu yönde etkilemektedir. Dünya Ticaret Örgütü tahminleri, küresel ticaret hacminin, yılın geri kalanında ve 2018 yılında da hızlı bir şekilde büyüyeceğine, ancak baz etkisi nedeniyle büyümenin gelecek yıl bir miktar ivme kaybedeceğine işaret etmektedir.

Tablo 2.1.1.
2017 ve 2018 Yıl Sonu Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

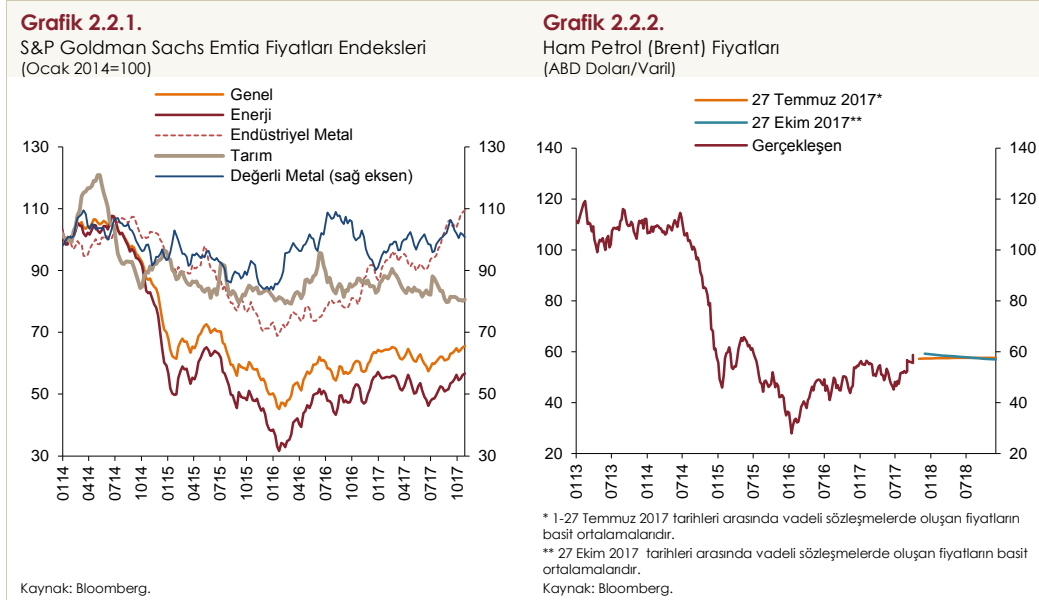
	Temmuz		Ekim	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	3,0	3,0	3,1	3,1
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,2	2,3	2,2	2,4
Euro Bölgesi	1,9	1,7	2,2	1,8
Almanya	1,7	1,7	2,0	1,9
Fransa	1,5	1,6	1,7	1,7
İtalya	1,2	1,0	1,4	1,2
İspanya	3,0	2,5	3,1	2,6
Japonya	1,4	1,1	1,6	1,2
İngiltere	1,6	1,4	1,6	1,4
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	5,8	5,6	5,8	5,7
Çin	6,6	6,3	6,8	6,4
Hindistan	7,3	7,6	6,8	7,5
Latin Amerika	1,6	2,4	1,7	2,6
Brezilya	0,4	2,1	0,8	2,4
Doğu Avrupa	2,8	2,7	3,3	2,9
Rusya	1,4	1,7	1,7	1,8

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

2017 yılının ikinci çeyreğinde, gerileyen emtia fiyatları genel endeksi, yılın üçüncü çeyreğinde özellikle endüstriyel metal endeksinde gözlenen yukarı yönlü hareket dolayısıyla bir önceki döneme göre ortalama yüzde 1,2 oranında artış göstermiştir. Bu dönemde, endüstriyel metal endeksinde gözlenen ortalama artış bir önceki döneme göre yüzde 10 olurken, enerji ve değerli metal endeksleri de sırasıyla yüzde 1,3 ve 1,4 oranında yükseliş kaydetmiştir. Tarım fiyatları endeksi ise aynı dönemde ortalama yüzde 0,2 oranında azalmıştır (Grafik 2.2.1).

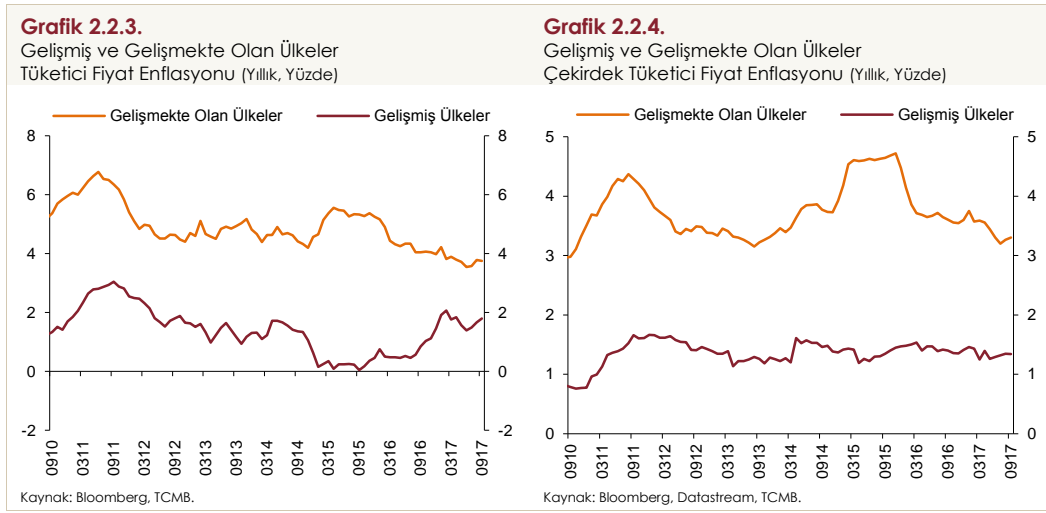
Bu dönemde, küresel ekonomik aktiviteye ilişkin daha olumlu bir görünümün ortaya çıkması endüstriyel metallerle olan talebi artırıcı bir unsur olmuştur. Ayrıca Çin'de, hava kirliliğinin oldukça tehlikeli seviyelerde bulunmasına bağlı olarak, özellikle çelik ve alüminyum üretimine sınırlama getirilmiş ve Çin'in söz konusu metallerle olan ithalat talebinde bir yükseliş meydana gelmiştir. Bir başka deyişle, yılın üçüncü çeyreğinde endüstriyel metal fiyatları endeksindeki yukarı yönlü hareketin büyük ölçüde Çin kaynaklı arz azalışı ve küresel ekonomik görünüm kaynaklı talep artışıyla oluşan arz-talep dengelenmesinin bir sonucu olduğu değerlendirilmektedir. Söz konusu dönemde, ABD ile Kuzey Kore arasındaki tırmanan gerginlik ve ABD ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler, altın ve dolayısıyla diğer değerli metal fiyatlarında da artışa yol açmıştır. Enerji fiyat endeksinde gözlenen artışta ise küresel iktisadi faaliyetteki olumlu büyüme performansı, OPEC'in üretimi kısıma kararı ve ABD'de yaşanan kasırga felaketinin üretimi sektöre uğratması dolayısıyla, ham petrol fiyatlarının yükselmesinin etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 2.2.1).



Enerji fiyatlarında son dönemde gözlenen yukarı yönlü eğilime karşın önümüzdeki döneme ilişkin riskler aşağı yönlüdür. ABD, Kanada ve Brezilya başta olmak üzere OPEC üyesi olmayan ham petrol üreticisi ülkelerin düşen üretim maliyetleri bağlamında, üretim ve stok seviyelerinin artış yönünde olmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Nitekim, ABD'deki taşınabilir petrol sondaj makinelerinin sayısı Eylül 2017 itibarıyla bir önceki senenin aynı dönem seviyesinin iki katına çıkmıştır. OPEC'in ham petrol piyasasında henüz bir dengelenme oluşmadığı görüşü doğrultusunda üretimi kısıma kararını uzatmış

olması, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalacağına işaret etmektedir. Bunun yanında, küresel talepteki olumlu görünümün devam edeceği, ancak hız keseceği tahmin edilmektedir. Bu bağlamda, vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının, 2018 yılı sonunda 56 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

Bu gelişmeler çerçevesinde, geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, enflasyon oranları hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 2.2.3). Söz konusu dönemde, çekirdek enflasyon oranları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler grubunda ılımlı bir şekilde artış kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2017 ve 2018 yıl sonu enflasyon beklentileri gelişmiş ve Latin Amerika dışında gelişmekte olan ülkeler grubunda bir önceki Rapor dönemine göre belirgin olarak farklılaşmamıştır (Tablo 2.2.1).



ABD'de yaşanan iki kasırga felaketi sonrasında gerçekleşen akaryakıt fiyat artışlarının, enflasyonu yukarı çekerken, orta vadede enflasyon üzerinde kalıcı bir etki yapması beklenmemektedir. Bunun yanında, ABD ekonomisinde gerileyen işsizlik oranlarına rağmen nominal ücret artışlarının düşük düzeyde seyretmesi ve piyasa beklentilerinin yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında olması, ılımlı bir enflasyon görünümüne işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte, Euro Bölgesinde, gıda ve enerji dışı tüketici enflasyonundaki ılımlı seyrin 2019 yılı sonuna kadar devam etmesi ve manşet enflasyonun yüzde 2 hedefinin altında kalması beklenmektedir. Japonya'da da orta vadede enflasyonun yüzde 2'lik enflasyon hedefine yakınsayacak şekilde artması ihtimalinin zayıf olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizlikler dolayısıyla zayıflayan İngiliz sterlininin yarattığı enflasyonist baskı, İngiltere'de enflasyonu tahminlerin üzerine taşımıştır. Hanehalkı enflasyon beklentilerinin hedeften büyük ölçüde sapmamasına ve nominal ücret artışlarının tahminler civarında gerçekleşmesine karşın, İngiltere'de enflasyonun önümüzdeki üç sene boyunca yüzde 2'lik hedefin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, Fed'in ve ECB'nin para politikası normalleşme süreçlerinin beklentilerden hızlı gerçekleşmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları ve jeopolitik riskler nedeniyle petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarında gerçekleşebilecek olası yükselişler olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.

2017 ve 2018 Yılı Sonu Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	3,0	2,8	3,0	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,1	2,1	2,0	2,0
Euro Bölgesi	1,5	1,4	1,5	1,3
Almanya	1,7	1,6	1,7	1,6
Fransa	1,1	1,2	1,0	1,1
İtalya	1,4	1,2	1,3	1,2
İspanya	2,0	1,4	1,9	1,3
Yunanistan*	1,1	1,0	1,1	1,0
İngiltere	2,7	2,7	2,7	2,6
Japonya	0,5	0,8	0,4	0,7
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	1,9	2,2	1,7	2,1
Çin	1,8	2,1	1,6	2,1
Hindistan**	3,8	4,6	3,5	4,6
Latin Amerika	12,4	10,8	15,9	18,4
Brezilya*	3,4	4,2	3,1	4,0
Doğu Avrupa	5,3	4,7	5,1	4,8
Rusya*	4,1	4,2	3,6	4,1

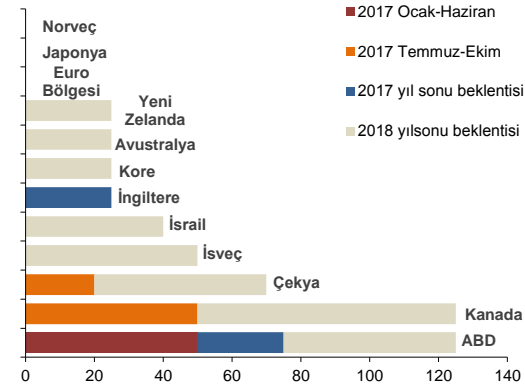
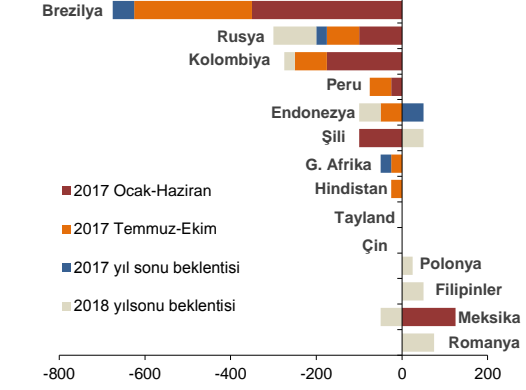
* Yıllık yüzde değişim. ** Hesaplamalar mali yıl içindir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, yılın üçüncü çeyreğinde politika faizini değiştirmemiştir. Bu dönemde, manşet ve çekirdek enflasyon göstergelerinin ılımlı seyri ile azalan enflasyonist baskı ve Ağustos ayı sonunda yaşanan iki büyük kasırga felaketinin de etkisiyle ABD ekonomisindeki olumlu büyüme performansının hız kaybetmesi sonucu, Fed'in 2017 ve 2018 yılları için ortalama üçer artış öngören faiz patikasını takip edeceğine dair beklentiler oldukça zayıflamıştır. Bununla birlikte, Fed Eylül ayı toplantı duyurusu ile açıkladığı normalleşme sürecine sadık kalacağı mesajını iletmış ve piyasa beklentilerinin fazlaca gevşemesine izin vermemiştir. 2017 ve 2018 yılları için FOMC üyelerinin medya politikası faizi beklentileri değişmezken, bir süredir iletişimi devam eden bilanço küçültme programına da Ekim ayından itibaren başlanacağı açıklanmıştır. Ekim ayı ile birlikte başlanan bilanço küçültme programı beklentiler dahilinde olduğu için, finansal piyasalarda olumsuz bir etki yaratmamıştır (Grafik 2.3.1).

ECB'nin Ekim ayındaki toplantısında 2018 yılı Ocak ayından başlayarak tahvil alımlarının 60 milyar eurodan 30 milyar euroya azaltılmasına karar verilmiştir. Ancak yapılan duyuruda, politika faizinin tahvil alımlarının tamamlanmasından sonra bir süre daha arttırılmayacağı yönündeki açıklama korunmuştur. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde, Euro Bölgesi ve Japonya'da para politikasının destekleyici yönde olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir. Diğer gelişmiş ülke para politikalarında ise beklentiler dahilinde sıkılaşma eğilimi sürmüştür, yılın üçüncü çeyreğinde Kanada ve Çek Cumhuriyeti merkez bankalarının faiz artırımları gözlenmiştir (Grafik 2.3.1). Özetle, gelişmiş ülkelerdeki faiz beklentileri ve politika mesajları halen temkinli ve yavaş bir para politikası normalleşmesine işaret etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşlarında ise 2017 yılı üçüncü çeyreğinde ayışık görünüm devam etmektedir. Anılan dönemde, Brezilya, Rusya ve Kolombiya merkez bankaları gevşeme süreçlerini sürdürürken, Peru ve Endonezya merkez bankalarının da faiz indirdikleri gözlenmiştir. Bununla birlikte, Doğu Avrupa ülkelerinde para politikasının 2018 yılında bir miktar sıkılaşacağı öngörülmektedir (Grafik 2.3.2). Sonuç olarak, küresel para politikası görünümü bir miktar dalgalanma gösterse de Ekim ayı itibarıyla geçtiğimiz Rapor dönemine göre fazla değişmemiştir.

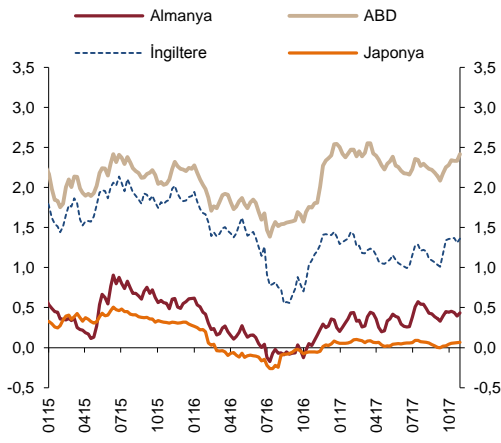
Grafik 2.3.1.Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2016 – Aralık 2018*
(Baz Puan)* Gerçekleşmeler 30 Ekim 2017 itibarıdır.
Kaynak: Bloomberg.**Grafik 2.3.2.**Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2016 – Aralık 2018*
(Baz Puan)* Gerçekleşmeler 30 Ekim 2017 itibarıdır.
Kaynak: Bloomberg.

2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

Fed'in faiz artırım süreci ve bilanço küçültülmesine dair beklentiler, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde finansal piyasalar üzerinde etkili olmaya devam etmiştir. ABD ekonomisinde Eylül ayında beklentilerden olumlu gerçekleşen büyüme ve enflasyon verileri sonrasında, Fed'in para politikasında önceden belirlenen patikada bir gevşemenin olmayacağına dair mesajları, gelişmiş ülke tahvil getirilerinde yükselişe neden olmuştur (Grafik 2.4.1). Fed'in normalleşme sürecindeki kararlılığını vurgulaması, finansal piyasalardaki oynaklığa da yansımış, yıl başından bu yana düşüş eğiliminde olan döviz kuru oynaklığında yukarı yönlü bir hareket gözlenmiştir (Grafik 2.4.2).

Grafik 2.4.1.

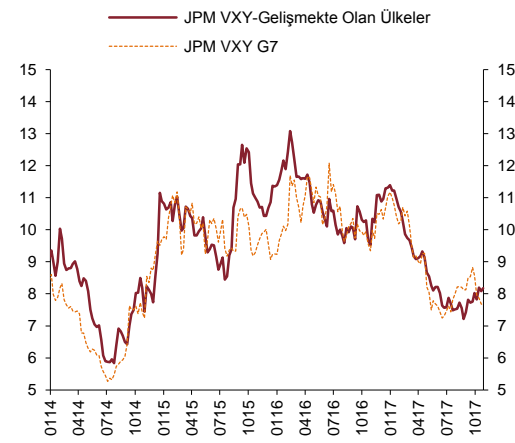
10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri



Kaynak: Bloomberg.

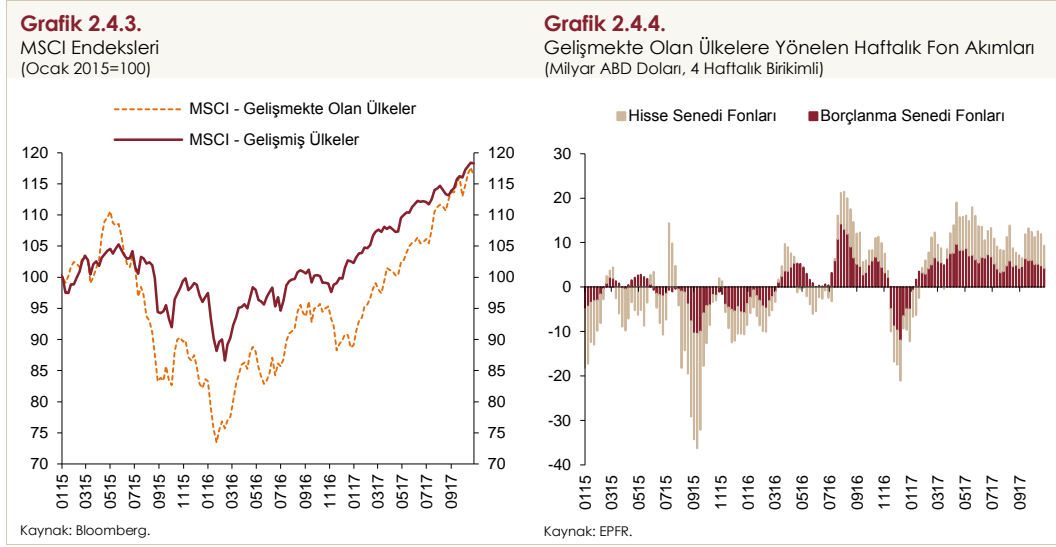
Grafik 2.4.2.

JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

Fed'in para politikasındaki normalleşme sürecini devam ettireceğine dair açıklamalarına karşın küresel risk iştahının yüksek seyretmeye devam etmesi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsalarına girişlerin sürmesini sağlamış; ABD borsaları başta olmak üzere birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında tarihi yüksek seviyelerin görülmesine neden olmuştur (Grafik 2.4.3).



Yılın ikinci çeyreğinde büyüme görünümünün daha da olumluya dönmesi ve finansal piyasalarda gözlenen düşük oynaklık seviyeleri dolayısıyla ivme kazanan portföy girişleri, üçüncü çeyrekte jeopolitik gelişmelere bağlı olarak bir miktar sekteye uğramıştır. Bununla birlikte, bu dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu makroekonomik görünümün devam etmesi, küresel risk iştahındaki yüksek seviyenin sürmesi ve küresel finansal koşulların destekleyici yönde olmasıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketlerindeki duraklama geçici olmuştur. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları, yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 2.4.4).

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

Kaynak: EPFR.

Bölgesel olarak bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde portföy girişlerinin tüm bölgelerde sürdüğü izlenmektedir (Tablo 2.4.1). Ancak, bu dönemde, gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarına girişler, büyük ölçüde Asya ülkelerine yönelmiştir. Bu dönemde, jeopolitik olumsuzluklara karşın, gerek iç talep koşulları gerekse ihracatta gözlenen iyileşmenin verdiği destekle, Hindistan ve Kore başta olmak üzere, Asya ülkelerine yönelik portföy akımlarındaki ivme sürmüştür. Çin'e yönelik portföy akımlarında ise makro ihtiyati tedbirler kapsamında alınan bir dizi önleme karşın portföy girişlerinde ikinci çeyrekte gözlenen artış hızının bir miktar yavaşladığı gözlenmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde Brezilya borçlanma senedi piyasasına yönelik fonlarda belirgin bir ivme kaybı gözlenirken, Türkiye ve Hindistan borçlanma senedi piyasalarına girişlerin güçlü bir şekilde sürdüğü görülmektedir.

Merkez bankaları genel ilke olarak para politikası uygulamalarına yetecek miktarda devlet tahvili tutmak istemezler. Devlet tahvillerinin büyük ölçeklerde merkez bankasınca satın alınması kamu açığı finansmanının üstlenilmesi anlamını taşır ve ekonomi tarihinde defalarca test edildiği üzere sürdürülebilir olmayan bu durum enflasyonda yüksek oranlı artışlara neden olur. Dolayısıyla, Fed ve tahvil alımı yapan diğer merkez bankaları bu durumun kriz sonrasında hedeflerin oldukça altına düşen enflasyon oranlarını hedefe yaklaştırmak ve büyümeyi canlandırmak için uygulanan geçici bir politika olduğunu belirtmiştir.

Bu genel ilke dışında, büyüyen bilanço hacmi Fed'in para politikası uygulaması açısından da sorun oluşturmaktadır. Tahvil alımları ile piyasadaki likiditenin çok yüksek seviyelere çıkması, Fed'in kısa vadeli faizler üzerindeki etkisini kaybetmesi anlamı taşımaktadır. Fed faizi yükseltmek istese dahi piyasadaki likidite kısa vadeli faizlerin sıfır ve hatta negatif düzeylerde gerçekleşmesine neden olabilecektir. Bu durum Fed'in para politikası uygulamalarını değiştirmesine yol açmıştır. Bu çerçevede, Fed tüm banka rezervlerine (hem zorunlu hem de serbest karşılıklara) faiz ödemeye başlamış ve Fed'de rezerv tutma hakkına sahip olmayan finansal kuruluşlar için de ters repo uygulamasına gitmiştir.

Yukarıda bahsedilen, biri ilkesel diğeri uygulama ile ilgili, iki sorun Fed'in bilanço küçültmek istemesinin temel nedenleridir. Fed tahvil alım programları sırasında devlet tahvillerinin yanı sıra konut kredisine dayalı menkul kıymetleri de satın almıştır. Bu menkul kıymetlerin tutulması merkez bankaları açısından standart bir uygulama değildir ve Fed uzun vadede varlık portföyünün yalnızca para politikası uygulamaya yetecek kadar devlet tahvilinden oluşması yönünde bir iradeyi 2014 yılında açıkladığı bir duyurusunda ortaya koymuştur (Fed, 2014).

Fed'in banka rezervlerine kısa vadeli faiz hedefinin üst sınırından faiz ödemediği görülmektedir. Faiz oranları düşüken bu bir sorun teşkil etmemektedir. Ancak faiz artışları başladıktan sonra, piyasadaki likidite miktarı değişmediğinden, Fed'in faiz harcamaları giderek artmaktadır. Söz konusu harcamaların kontrol altında tutulması için kademeli faiz artışları ile birlikte bilançonun küçültülmesi ve dolayısıyla banka rezervlerinin azaltılması gerekmektedir.

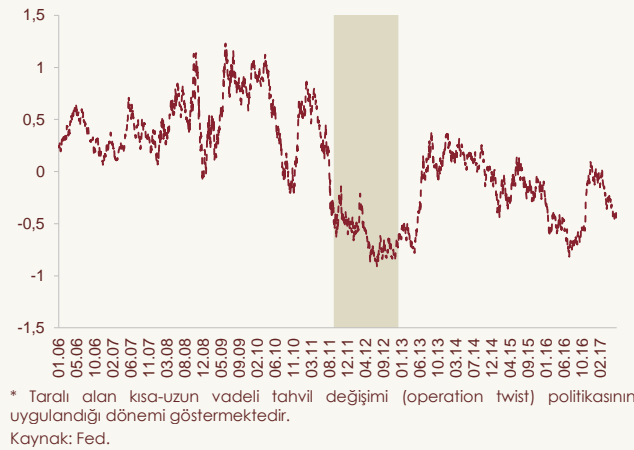
Açıklanan bilanço küçültme programına göre Fed, başlangıçta herhangi bir finansal varlık satışı yapmayacak, yalnızca önceden belirtilen limitler dahilinde vadesi gelen varlıkların bir kısmını yenileyerek tahvil stokunu azaltma yoluna gidecektir. Bu limitler bir yıl boyunca gitgide artarak daha sonra sabitlenecek ve bilanço küçülmeye devam edecektir.

Programla ilgili henüz netlik kazanmayan önemli unsur program sonrasında nihai bilanço büyüklüğünün ne olacağıdır. Bilanço küçültmenin varabileceği en uç nokta banka rezervlerinin sıfırlanması ve Fed'in menkul kıymet stokunun kriz öncesindeki gibi yaklaşık olarak dolaşımdaki para miktarına eşitlenmesidir. 2014 yılında açıklanan normalleşme yol haritası buna benzer bir durumu ima ediyor olsa da, Fed daha sonra banka rezervlerini tamamen sıfırlamayabileceğini ve bilançosunu bu son noktaya kadar küçültmeyebileceğini belirtmiş; söz konusu rezervlerin bankacılık sistemi açısından kullanışlı olup olmadığını gözleyerek nihai kararını vereceğini açıklamıştır. Bir başka ifadeyle, bilanço küçültme sürecinin hangi noktada sonlanacağı henüz belirsizliğini korumaktadır.

Fed Bilançosunun Küçültülmesinin Olası Etkileri

Gelişmekte olan ülke piyasaları açısından Fed para politikaları temel olarak finansal piyasalar kanalıyla etkili olmaktadır. Fed'in bilanço küçültülmesinin veya kısa vadeli faizleri artırmasının beklenen ilk etkileri uzun vadeli tahvil faizlerinin artması ve doların değer kazanması yönündedir. Bir başka deyişle, her iki politikanın da piyasalar üzerinde benzer etkileri olduğu söylenebilir. Ancak bilanço küçültmesi ve politika faiz artırımları arasındaki temel farklılık kur ve faiz üzerindeki göreceli etkileridir. Etkilerin yönü aynı olmakla birlikte, kısa vadeli faizlerdeki değişimin kur üzerindeki etkisinin daha güçlü olması beklenmektedir. Öte yandan, Fed portföyünün daha çok uzun vadeli tahvillerden oluştuğu göz önüne alındığında, bilanço küçültmenin etkisinin vade primi yoluyla uzun vadeli tahvil getirileri üzerinde yoğunlaşması olası görülmektedir. Bu durumu aslında önceki politikalar ile oluşan etkinin geri alınması olarak yorumlamak mümkündür. Nitekim büyük ölçekli tahvil alımları ve özellikle kısa ve uzun vadeli tahvillerin değişimini içeren "operation twist" programı, daha önce uzun vadeli faizlerin ve vade priminin belirgin olarak düşmesine yol açmıştır (Grafik 2). Şimdi sürecin tersine dönmesi ile benzer etkilerin de ters yönde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Grafik 2. 10 Yıllık ABD Tahvili Vade Primi (Yüzde puanı)



Kur ve faiz üzerindeki bu etkiler şüphesiz gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından son derece önemlidir. ABD piyasasındaki gelişmeler sermaye hareketleri ve uluslararası ticaret kanalları ile küresel ekonomiye de etki edecektir. Ancak bu etkilerin ne kadar güçlü olacağı, yukarıda da belirtildiği üzere, Fed'in bilançosunu ne kadar küçülteceği ve sonrasında para politikası uygulamalarını nasıl şekillendireceği ile de yakından ilgilidir. Örneğin, Fed'in banka rezervlerinin nihai düzeyi konusundaki karar ve operasyon sonrası ters repo programına devam edip etmeyeceği gibi etkenler de vade priminin ne ölçüde artacağı açısından önemli görünmektedir (Perli, 2017).¹

¹ Greenwood ve diğerleri (2016) banka rezervlerinin "kaliteli kısa vadeli varlık" sınıfına girmesi nedeniyle finansal istikrarı olumlu etkilediğini ve Fed'in eskisine göre daha büyük bir bilanço sahibi olması gerektiğini savunmaktadır. Buna karşın yüksek likiditenin varlık fiyatlarında şişkinliğe ve finansal krizlere de yol açabildiği daha önceki tecrübelerde görülmüştür (Bindseil, 2016).

Genel Değerlendirme

Fed'in bilanço küçültmesi küresel likiditede uzun vadeye yayılacak bir daralmaya işaret etmektedir. Ancak bilançonun nihai büyüklüğü ve Fed'in piyasa faizlerine ileride ne şekilde etki edeceği konusu belirsizliğini korumaktadır. Fed'in bu unsurlarla ilgili kararları, ilerleyen zamanda programın etkilerini gözlemleyerek vermek istediği görülmektedir. Bununla birlikte söz konusu kararlar bilanço operasyonun uzun vadeli faizler üzerindeki nihai etkisinin büyüklüğü açısından da belirleyici olabilecektir. Ayrıca, parasal genişleme dönemi ile günümüz arasında küresel ekonomik koşullar açısından farklılıklar bulunduğu ve bu nedenle bilanço küçülmesinin faiz üzerindeki artırımcı etkisinin, tahvil alımları sırasında gözlenen düşürücü etkiye göre daha sınırlı kalabileceği yönünde de görüşler bulunmaktadır (Bostic, 2017).

Bilanço küçültme sürecinin niceliksel genişleme sürecinden en temel farkı, kısa vadeli faizin ve bilanço büyüklüğünün eşanlı değiştirilebilecek olmasıdır. Nitekim genişleme süreci sırasında önce faiz indirilmiş, sonra tahvil alımlarına başlanmıştır. Bu durumu yönetebilmek açısından, Fed, bilanço programını daha otomatik bir mekanizma üzerine kurmuş, ana politika aracının kısa vadeli faiz olmaya devam ettiğini vurgulamıştır. Bundan sonra, Fed'in, bilanço küçülmesinin etkilerini de dikkatle izleyerek, gelecekte yapacağı faiz artışlarının sayısını buna göre ayarlaması beklenmektedir.

Fed'in kısa vadeli faiz aracını kullanmak yerine ihtiyaç duyduğu sıkışmanın bir kısmını bilanço yoluyla gerçekleştirmesi, gelecekte daha az faiz artışı anlamına da gelebilecektir. Bu durumda kurlar üzerindeki baskı da azalabilecektir. Sürecin zamana yayılmasının gelişmekte olan ülkeler açısından bir avantaj olarak görülebileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, yakın gelecekte başlayacak Fed'in bilanço küçültme programının finansal piyasa koşulları ve beklentileri üzerindeki etkileri politika yapıcılar tarafından yakından izlenecektir.

Kaynakça

- Bindseil U., (2016), "Evaluating monetary policy operational frameworks", Çalışma Tebliği.
- Bostic, R., (2017) "Balance-Sheet Normalization in the United States", International Finance Centre tarafından düzenlenen "Unconventional Monetary Policy: Lessons Learned" isimli konferansta yapılan konuşma, Ekim.
- Federal Reserve (2014), "Policy Normalization Principles and Plans," Fed duyurusu. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_PolicyNormalization.pdf.
- Greenwood R., S.G Hanson ve J.C. Stein (2016), "The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool", Kansas City Fed Jackson Hole 2016 Konferansında sunulan çalışma, <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-greenwood-hanson-stein-paper.pdf?la=en>.
- Perli R. (2017), "Strategic Issues, Normalizing Central Banks' Balance Sheets: What Is The New Normal?" konferansı için hazırlanan sunum, New York 2017, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/newsevents/events/markets/2017/frbny-columbiasipa-robertoperli-presentation.pdf>.

