

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler küresel iktisadi faaliyetin gerilemeye devam ettiğini gösterirken; Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde mali uçurum, Euro Bölgesi'nde bankacılık birliği ile Yunanistan'da tahvil geri alım programı ve Japonya'da büyümeyi destekleyici politikaları savunan bir yönetimin iktidara gelmesi yılın son çeyreğinde öne çıkan iktisadi ve siyasi gelişmeler olmuştur.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde, Euro Bölgesi'nde sorunların çözümüne yönelik olumlu adımlar atılmasına karşın belirsizliklerin tam olarak giderilemediği görülmektedir. Bankacılık sektörü ile kamu borcu arasındaki etkileşimi azaltmak amacı ile gündeme gelen bankacılık birliği konusunda genel mutabakata varılırken, bankaların sermaye ihtiyacı duyduğu durumlarda sermayelendirmenin hangi kaynaklar kullanılarak ve hangi birimler tarafından yapılacağı tam olarak netleşmemiştir. Aynı dönemde, Yunanistan, tahvil geri alım programını gerçekleştirmiş ve borç oranını, hedeflenen kadar olmasa da, belirgin bir şekilde azaltmıştır.

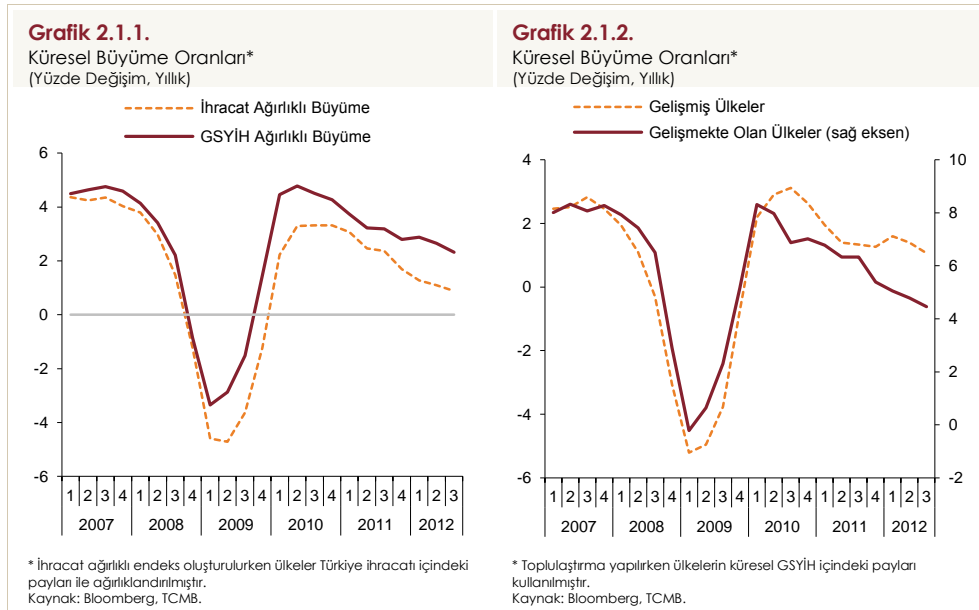
ABD ekonomisi geçtiğimiz dönemde yüzde 3,1 (yıllıklandırılmış) büyüyerek diğer gelişmiş ülkelerden ayrılmıştır. Bu dönemde ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank - Fed), enflasyon beklentilerinin yüzde 2,5'in üzerine çıkmaması kaydıyla, işsizlik oranı yüzde 6,5'e düşene kadar para politikasını sıkılaştırmayacağını taahhüt etmiştir. Öte yandan, geçmiş dönemlerde sağlanan vergi avantajlarının kaldırılmasını ve kamu harcamalarının azaltılmasını öngören ve iktisadi faaliyet üzerindeki olası negatif etkilerinden dolayı "mali uçurum" olarak adlandırılan sürecin ancak kısmen aşılabilmesi (Kutu 2.1) ve ABD'nin borçlanma üst sınırına tekrar yaklaşması önümüzdeki dönem için risk oluşturmaktadır.

Emtia fiyatları, tarım ve enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak, 2012 yılının son çeyreğinde önceki çeyreğe göre yüzde 1,16 oranında azalmıştır. Aynı dönemde yıllık tüketici enflasyon oranları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde düşük talep ve ılımlı seyreden emtia fiyatlarına bağlı olarak aşağı yönlü bir eğilim sergilemeye devam etmiştir.

2012 yılının son çeyreğinde enflasyonun düşüş eğiliminde olmasının da etkisi ile para politikası kararlarını şekillendiren temel faktör ülkelerin büyümeye ilişkin kaygıları olmuş ve para politikalarındaki gevşeme eğilimi devam etmiştir. Öte yandan, gelişmiş ülke merkez bankalarının, ekonomilerini desteklemede karşılaştıkları en temel sorun, bankacılık sektörlerine sağlanan likiditenin reel sektöre yönlendirilememesi olarak görülmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak ülkelerin büyük bir kısmının para politikalarının önümüzdeki dönemde de gevşek seyretmesi beklenmektedir.

## 2.1. Küresel Büyüme

Yılın ikinci çeyreğinde, Euro Bölgesi borç krizinin ağırlaşmasına bağlı olarak olumsuzlaşmış olan küresel büyüme görünümü yılın üçüncü çeyreğinde de bu seyrini sürdürmüştür. Söz konusu çeyrekte, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetin artış hızı gerilemiş ve Türkiye'nin ihracatında önemli paya sahip ülkelerin büyüme oranları da zayıf bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).



Küresel büyümenin seyrinin temel belirleyicilerinden olan ABD ekonomisi, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 3,1 büyüme kaydetmiştir. 2011 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana en hızlı büyüme kaydedilmiş olmasına karşın, işgücü piyasasında belirgin bir toparlanmanın başlamadığı ve temel işsizlik göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinden halen uzak olduğu görülmektedir. Fed'in, Aralık ayı toplantı

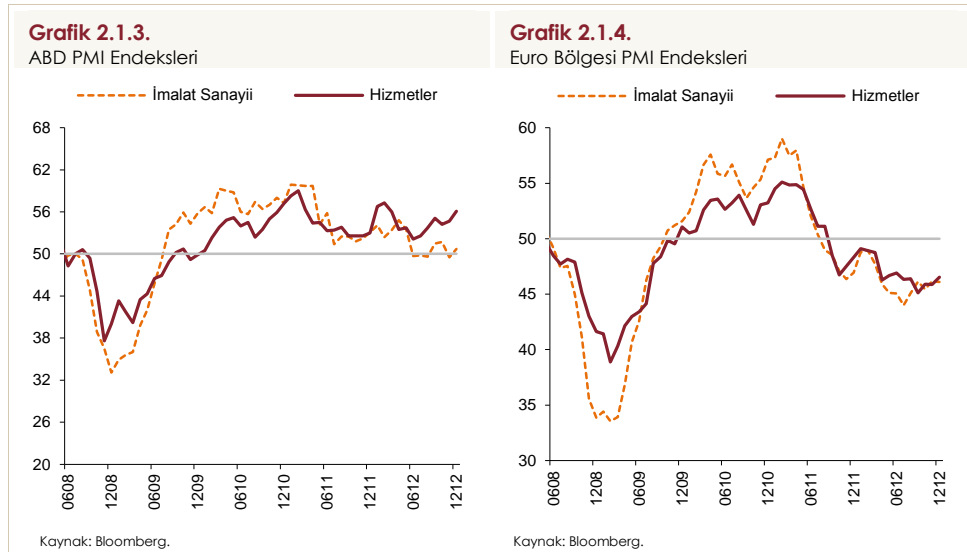
tutanağında, önümüzdeki dönem para politikasının temel belirleyicilerinden biri olacağını açıkladığı işsizlik oranı, Kasım ayı itibarıyla yüzde 7,7 olmuş ve yüzde 6,5 olarak açıklanan eşik değerinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 2.1.1).

**Tablo 2.1.1.**  
ABD İşsizlik Göstergeleri

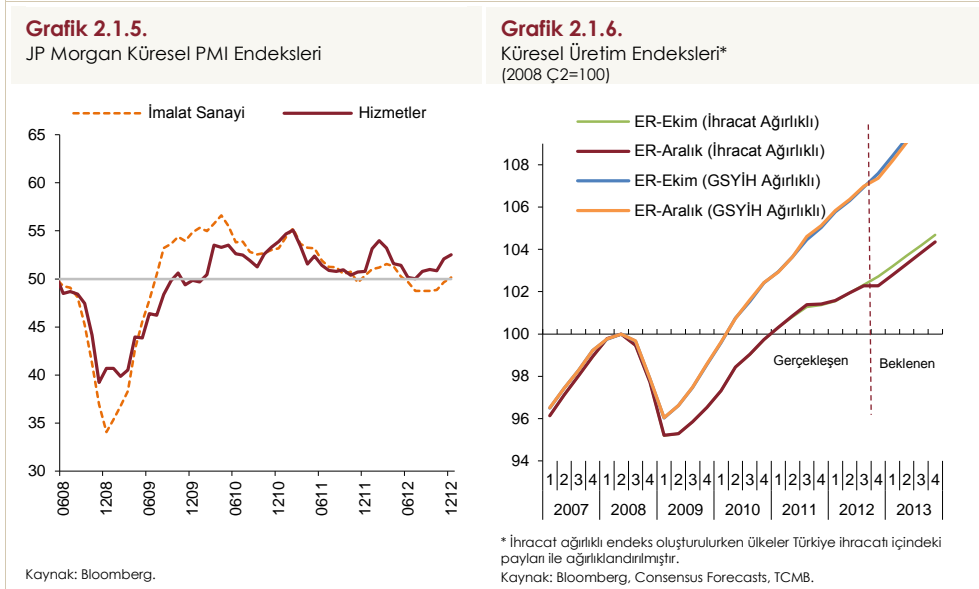
Dönem ortalamaları	2007	2010	2011	2012				
				1.Ç	2.Ç	3.Ç	Ekim	Kasım
İşsizlik (mevsimsel düzeltilmiş, yüzde)	4,6	9,6	9,0	8,3	8,2	8,1	7,9	7,7
Eğitilmiş	2,7	6,3	5,9	5,6	5,6	5,3	5,1	5,0
Eğitimsiz	5,0	11,4	10,5	9,3	9,2	9,5	9,3	9,1
İstihdam Seviyesi (tarım dışı özel, milyon kişi)	115,4	107,4	109,3	110,7	111,1	111,4	111,7	111,9
Ortalama İşsizlik Süresi (hafta)	16,9	33,1	39,4	39,8	39,6	39,3	40,2	40,0
İlk İşsizlik Başvuruları (aylık ortalama, bin)	319	461	410	371	380	372	367	394

Kaynak: Bloomberg.

PMI verileri, ABD ekonomisinde büyümenin yılın son çeyreğinde de benzer bir eğilim sergileyeceğine işaret ederken (Grafik 2.1.3), mali uçurum senaryosunun ancak kısmen engellenebilmiş olması, mali düzenlemelerin bir kısmına ilişkin kararların ötelenmesi ve bunların nasıl çözümleneceğine dair belirsizliklerin devam etmesi, ABD ekonomisinin orta vadeli büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır (Kutu 2.1). Küresel büyümenin seyrinin bir diğer temel belirleyicisi olan Euro Bölgesi ise, yılın üçüncü çeyreğinde daralmaya devam ederken, PMI verileri daralmanın yılın son çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.4)



Yılın son çeyreğine ilişkin PMI verileri, küresel iktisadi faaliyetin gerek imalat gerekse hizmetler sektöründe artacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Kötüleşen büyüme görünümüne bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ekonomilerin iktisadi faaliyeti destekleyici ek tedbir paketleri açıklamalarının, yukarı yönlü bu hareketin belirleyicilerinden biri olabileceği düşünülmektedir. Ne var ki, gevşek seyreden küresel para politikasına karşın, Euro Bölgesi krizine ilişkin sorunların devam ediyor olması ve kısmen engellenmiş olmasına rağmen, ABD'de maliye politikasının sıkılaştırılmasını öngören düzenlemelerin ülke ekonomisi üzerindeki potansiyel etkileri, önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü belirgin bir risk oluşturmaktadır. Nitekim, Consensus Forecasts ve World Economic Outlook (IMF) tahminlerine bakıldığında, 2013 yılına ilişkin büyüme tahminlerinin, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre kötüleştiği görülmektedir (Tablo 2.1.2). Ocak ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönem belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid etmektedir (Grafik 2.1.6).



**Tablo 2.1.2.**

2013 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri

	Consensus Bültenleri (Ortalama Yüzde Değişim, Yıllık)		World Economic Outlook, IMF (Yıllık Yüzde Değişim)	
	Ekim	Ocak	Ekim	Ocak
Dünya	2,8	2,6	3,6	3,5
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>	-	-	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
ABD	2,0	2,0	2,1	2,0
Euro Bölgesi	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Almanya	0,9	0,7	0,9	0,6
Fransa	0,3	0,1	0,4	0,3
İtalya	-0,7	-0,9	-0,7	-1,0
İspanya	-1,6	-1,6	-1,3	-1,5
Yunanistan	-3,6	-4,5	-	-
Japonya	1,3	0,7	1,2	1,2
İngiltere	1,2	1,0	1,1	1,0
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>	-	-	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
Asya Pasifik*	6,6	6,6	7,2	7,1
Çin	8,1	8,1	8,2	8,2
Hindistan	6,8	6,5	6,0	5,9
Latin Amerika*	3,8	3,5	3,9	3,6
Brezilya	3,9	3,3	4,0	3,5
Doğu Avrupa*	3,3	2,9	2,6	2,4

Kaynak: Consensus Forecasts, World Economic Outlook (IMF).

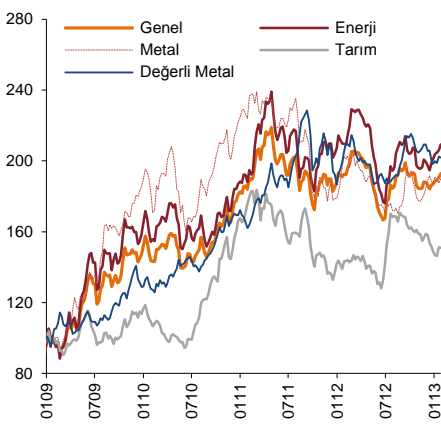
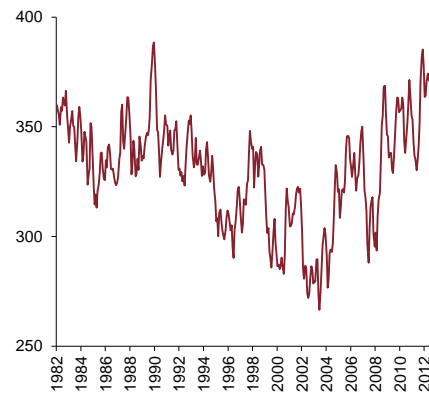
\* Bölgeyi oluşturan ülkeler Consensus Bültenleri ve WEO için farklıdır.

## 2.2. Emtia Fiyatları

Tarım ve değerli maden fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak 2012 yılının üçüncü çeyreğinde artan emtia fiyatları genel endeksi, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,16 oranında düşmüştür. Söz konusu düşüşte, tarım ve enerji fiyatlarının gerilemesi belirleyici olurken, endüstriyel metal ve değerli metal fiyat endeksleri ise, yılın son çeyreğinde, sırasıyla, yüzde 3,57 ve 4,49'luk artış kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).

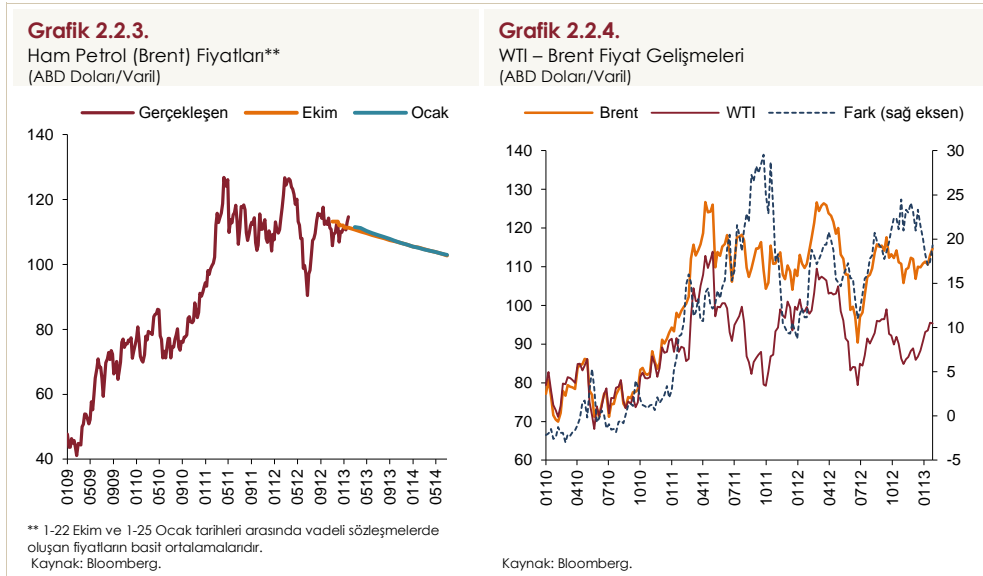
**Grafik 2.2.1.**

S&amp;P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri\*

\*Ocak 2009 ortalaması 100 olarak alınmıştır.  
Kaynak: Bloomberg.**Grafik 2.2.2**ABD Ham Petrol Stokları  
(Milyon Varil)

Kaynak: ABD Enerji Bakanlığı.

2012 yılının son çeyreğinde gerek arz gerekse talep yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. ABD ekonomisine ilişkin işgücü göstergelerinin halen kalıcı bir toparlanmaya işaret ediyor olmaması, Euro Bölgesi'ndeki daralma ve atılan olumlu adımlara karşın bölgeye ilişkin kaygıların tam olarak giderilememesi küresel büyüme görünümünü olumsuz yönde etkilemiş ve petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı unsuru olarak ortaya çıkmıştır. ABD ham petrol stoklarının birinci Körfez Savaşı'ndan bu yana ulaştığı en yüksek seviyelerinde olması ve OPEC üyesi ülkelerin üretim düzeylerini korumasına bağlı olarak ham petrol arzında da fiyatların yukarı doğru ivmelenmesine yol açacak bir baskı görünmemektedir (Grafik 2.2.2). Bununla birlikte, halen sürmekte olan ortadoğu kaynaklı politik riskler, petrol arzına yönelik kaygı oluşturabilecek bir unsur olarak dikkatle izlenmektedir. Arz ve talep koşulları bir arada değerlendirildiğinde, önümüzdeki 18 ay için yapılan vadeli sözleşmelerde petrol fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla belirgin bir değişim görülmemektedir (Grafik 2.2.3).



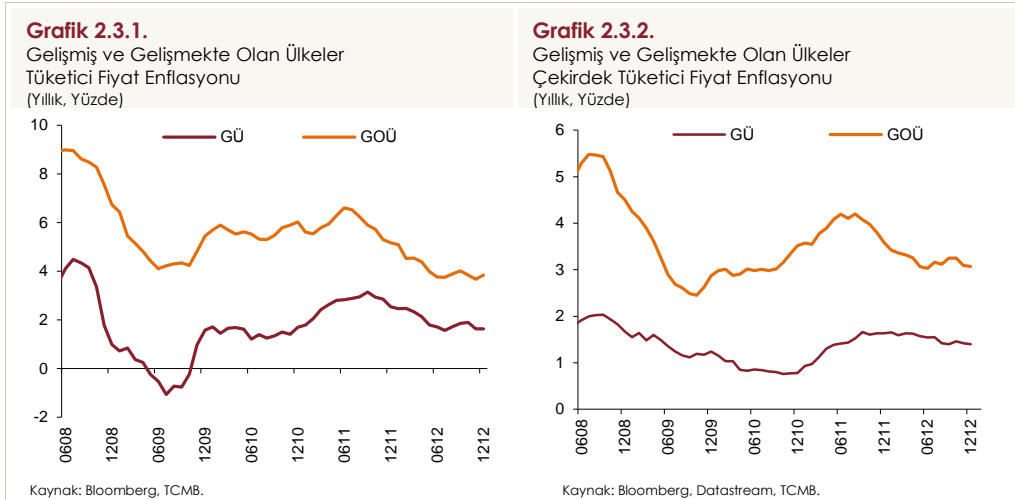
ABD resmi kaynaklarına göre (US Energy Information Administration - EIA), Teksas (WTI) ile Brent petrol fiyatları arasındaki farkın, büyük ölçüde ABD'deki görece güçlü büyümeye bağlı olarak, 2013 yılı içerisinde kapanması beklenmektedir. Nitekim, yılın ilk ayından itibaren bu yönde bir gelişme gözlenmeye başlanmış ve 2012'nin son çeyreğinde 24,5 ABD dolarına kadar çıkan fiyat farkının Ocak ayının ortası itibarıyla 17 ABD dolarına gerilediği görülmüştür (Grafik 2.2.4).

Tarım fiyatları üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskler mevcut olmakla birlikte bu risklerin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği ve hangi etkilerin baskın olacağı belirsizliğini korumaktadır. Nitekim, 2012 yılının ilk yarısında yukarı yönlü seyreden tarım fiyatları, yılın ikinci yarısında gevşemiş ve yılın genelini 2011 yılının altında tamamlamıştır. Genel olarak ana tarım ürünlerinde ekim alanlarının genişlemesi beklenirken, hava koşullarının seyrine ilişkin belirsizlik, 2013 yılı içerisinde tarım fiyatlarının nasıl bir seyir izleyeceği konusunda bir öngörü yapılmasını zorlaştırmaktadır.

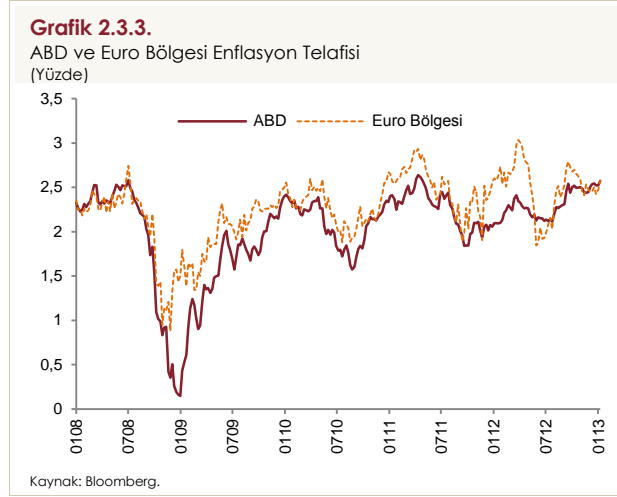
Özetle, küresel büyüme görünümü, başta enerji ve endüstriyel metaller olmak üzere, emtia fiyatları üzerinde belirleyici unsur olarak ön plana çıkmaktadır. ABD ve Euro Bölgesi'nde istihdam ve büyümeyi teşvik etmeye ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik tedbirler kapsamında uygulanan parasal genişleme politikaları ve ekonomik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerinde etkili olurken, tarım fiyatlarının önümüzdeki dönem seyri ise iklim koşullarına bağlı olarak belirsizliğini korumaktadır. Öte yandan, arz yönlü sorunların emtia fiyatlarında yukarı yönlü artış risklerini canlı tutmaya devam etmekte olduğu değerlendirilmektedir.

### 2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının son çeyreğinde genel ve çekirdek tüketici enflasyon oranları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde aşağı yönlü bir eğilim sergilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Söz konusu dönemde emtia fiyatlarında gözlenen düşüş enflasyon oranlarındaki gerilemeyi desteklerken, görece olarak zayıf seyreden büyüme de enflasyon üzerinde talep baskısı oluşmasını engellemiştir.



Gerek Euro Bölgesi'nde ve gerekse ABD'de 2012 yılının son çeyreğinde enflasyon telafilerinin düştüğü gözlenmektedir. Euro Bölgesi'nin 2012 yılında beklentilerin üzerinde daralması ve sorunlu ülkelere yönelik desteğin, özellikle tahvil alımları yönünde, artırılması bölgede telafi oranlarının düşüşünde etkili olmuştur. Öte yandan, beklentilerin üzerinde seyreden büyüme oranlarına karşın, ABD'de enflasyon bekleyişlerinin artmamasını, Fed'in uyguladığı politikalara ve söz konusu politikaların ekonomik birimler nezdindeki güvenilirliğine bağlamak mümkündür. Ne var ki, 2013 yılının ilk ayı itibarıyla açıklanan veriler, enflasyon telafilerindeki aşağı yönlü gidişin, her iki bölgede de, önümüzdeki dönemde tersine dönebileceğini göstermektedir (Grafik 2.3.3).



2013 yılına ilişkin küresel enflasyon tahminlerinde geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla belirgin bir değişiklik meydana gelmediği gözlenmektedir (Tablo 2.3.1). Bu çerçevede, emtia fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinin küresel enflasyon oranları üzerinde bir baskı ve risk unsuru olarak değerlendirilmediği düşünülmektedir. Öte yandan, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank – ECB)'nin, 2012 yılında daralma kaydeden Euro Bölgesi'nde ekonomiyi canlandırmaya yönelik adımlarının, önümüzdeki dönemde bölge ülkelerinin enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturabileceği göz ardı edilmemelidir.



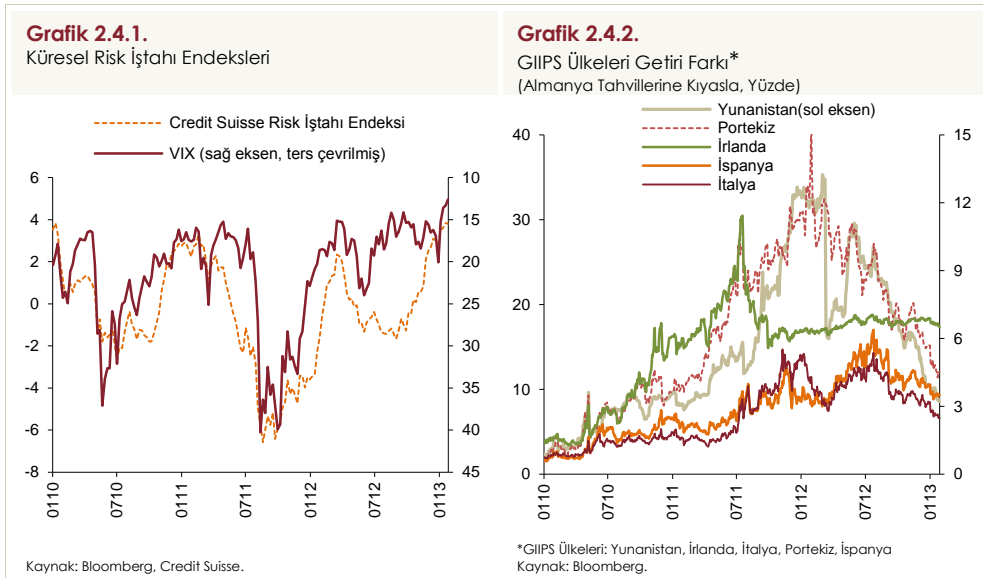
**Tablo 2.3.1.**  
2013 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

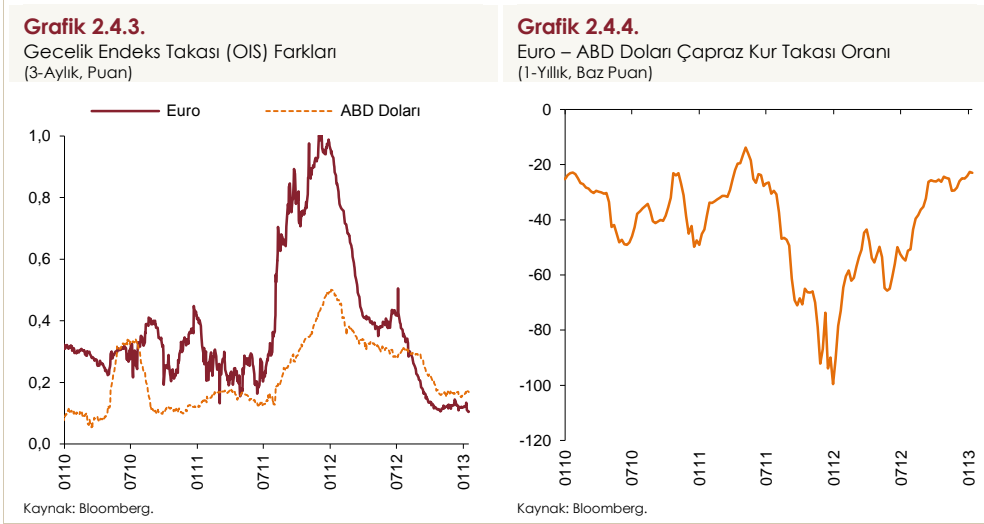
Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

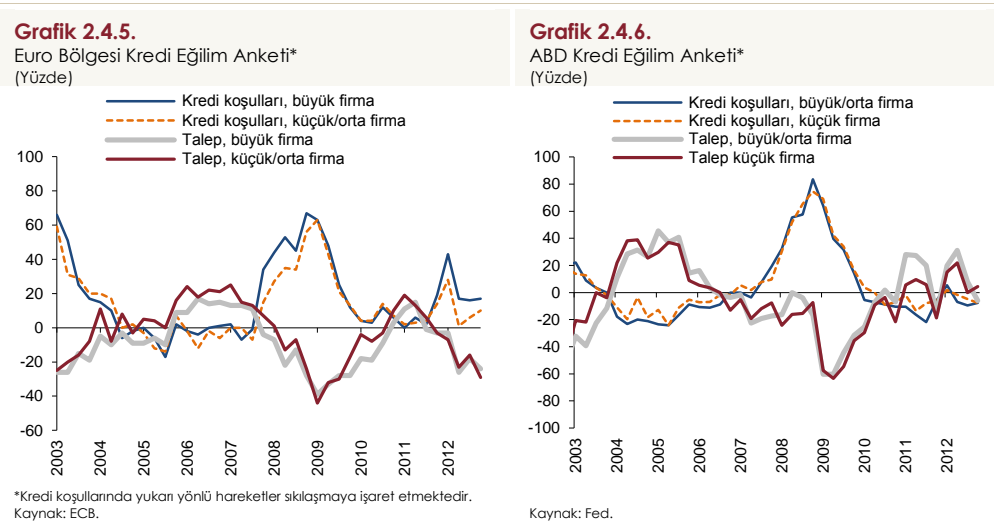
2012 yılının son çeyreği finansal piyasalarda normalleşme sürecinin devam ettiği bir dönem olmuş, küresel risk iştahı görece yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.4.1). Euro Bölgesi'nde ekonomik görünümdeki kötüleşmeye karşın, bölgeye dair risk algılamaları geçen Enflasyon Raporu dönemine kıyasla iyileşmiştir. ECB'nin euroyu kurtarmak ve bankacılık sektörlerini ayakta tutmak için gösterdiği kararlı tutum yanında, Yunanistan'ın tahvil geri alım programını tamamlaması da bölgeye ilişkin endişelerin azalmasında etkili olmuş, borç sorunu yaşayan ülkelerin tahvil getirilerindeki düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 2.4.2). Bunun yanı sıra, ABD'de ekonomik faaliyete ilişkin göstergelerdeki toparlanma sinyalleri finansal piyasalardaki olumlu havayı desteklemiştir.



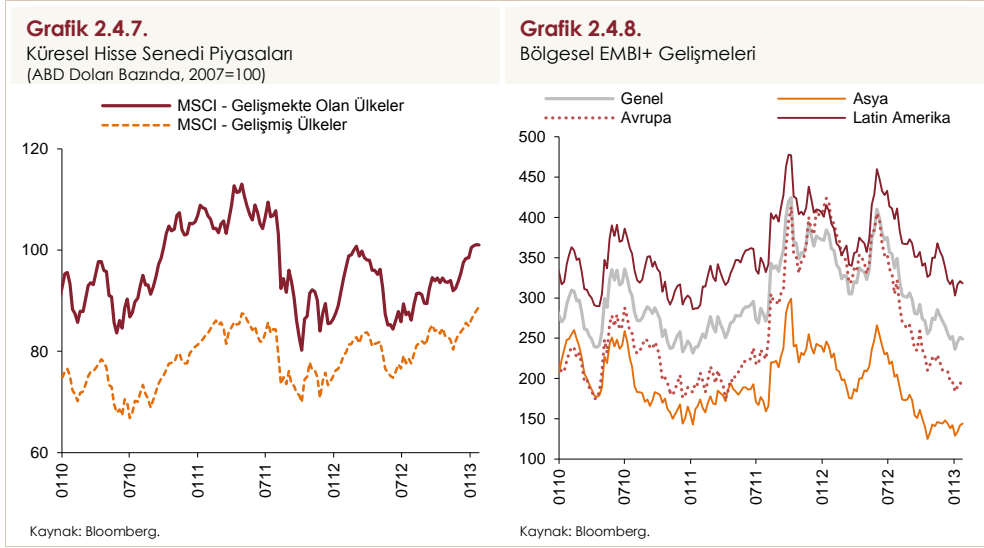
Gerek para piyasalarında karşı taraf riskini gösteren gecelik endeks takası (OIS) farklarının son üç aylık dönemde düşük seviyelerini koruması, gerekse euro – ABD doları çapraz kur takas oranındaki azalış eğiliminin sürmesi, ABD ve Euro Bölgesi'nde finansal koşulların rahatladığına işaret etmektedir (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).



Ne var ki, finansal koşullarda devam eden iyileşme eğiliminin, özellikle Euro Bölgesi'nde kredi piyasalarına yansımadağı anlaşılmaktadır. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketine göre, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarını sıkılaştırmaya devam ederken, kredi talebindeki daralma ağırlaşmaktadır (Grafik 2.4.5). Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşemenin sınırlı kalmaya devam ettiğini göstermektedir. Büyük ve orta ölçekli firmaların kredi talebi azalırken, küçük ölçekli firmaların kredi talebi ise sınırlı oranda artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.6).



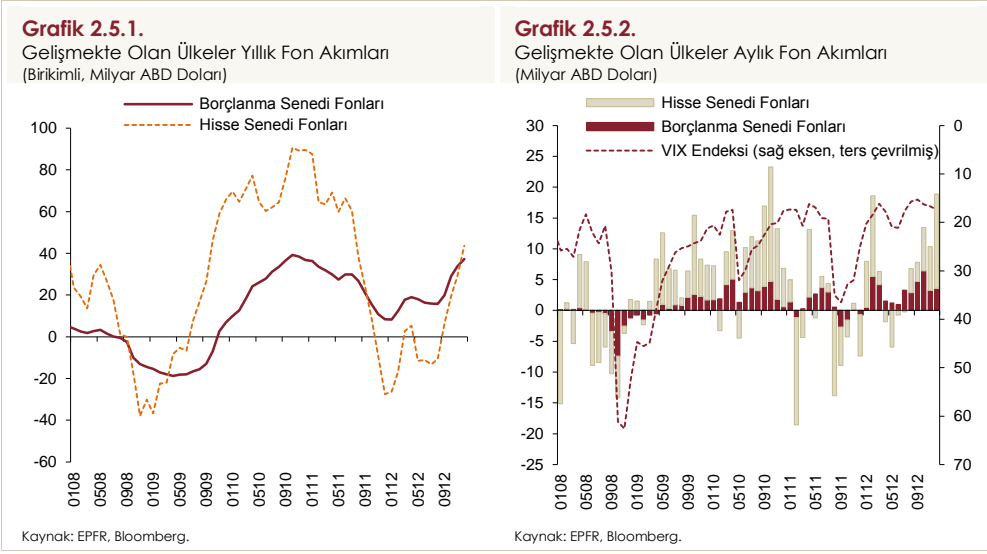
Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana hisse senedi piyasalarının olumlu performansı devam etmiş, gelişmekte olan ülkeler MSCI endeksindeki yükseliş son çeyrekte ivmelenmiştir (Grafik 2.4.7). Aynı dönemde, gelişmekte olan ülke borçlanma senetlerine olan talep doğrultusunda, getiri endekslerinde de düşüş sürmüştür (Grafik 2.4.8).



Önümüzdeki dönemde ABD'de mali uçurumun önlenmesine yönelik çözümler üzerinde nasıl anlaşma sağlanacağı belirsizlik oluştururken, Euro Bölgesi'nde büyümeye dair aşağı yönlü riskler, küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

## 2.5. Sermaye Akımları

2012 yılı son çeyreğinde küresel risk iştahının görece yüksek seyretmesine paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının artış eğilimi devam etmiştir (Grafik 2.5.1). Bölgeler itibarıyla en çok yatırımcı çeken ülke grubu gelişmekte olan Asya ülkeleri olurken, Latin Amerika ve Yükselen Avrupa ülkeleri söz konusu ülkeleri daha geriden takip etmiştir.



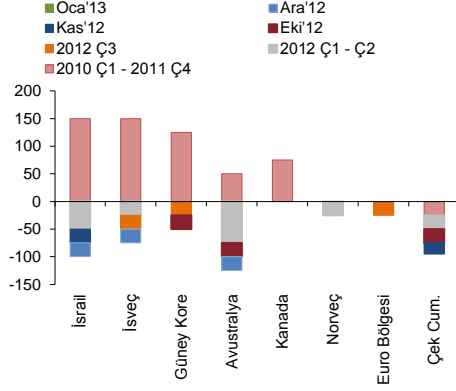
2012 yılının üçüncü çeyreğine kıyasla son çeyrekte gerek borçlanma senedi gerekse hisse senedi piyasalarına girişler yoğunlaşmıştır (Grafik 2.5.2). Gelişmekte olan ülke borçlanma senetlerine dayalı fonlara yatırımın daha fazla tercih edildiği yılın ilk dokuz ayındaki eğilimin aksine, son üç aylık dönemde ağırlıklı olarak hisse senedi fonlarında artış gözlenmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomiyi desteklemek üzere sürdürdükleri genişletici politikalar sürerken, uluslararası yatırımcıların sabit getirili menkul kıymetlerden ziyade daha yüksek getiri arayışı ile gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına yöneldikleri dördüncü çeyrek, 2010 yılındakine benzer bir tablo ortaya koymuştur. Sermaye akımlarında gözlenen hızlanmanın, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrara yönelik risk oluşturduğu değerlendirilmektedir.

## 2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

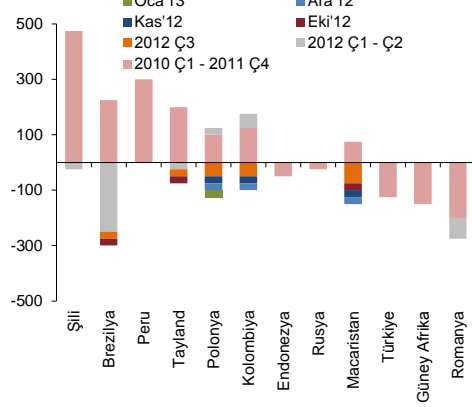
2012 yılı son çeyreğinde para politikası kararlarını şekillendiren temel faktör küresel büyümeye ilişkin kaygılar olmuş, buna bağlı olarak para politikasının yıl genelindeki gevşeme eğilimi devam etmiştir. Söz konusu gevşeme eğiliminde, faiz indirimleri temel araç olmuş; Ocak ayının ilk yarısını da içeren geçtiğimiz üç buçuk aylık dönemde gelişmiş ülkelerden İsveç ve Güney Kore 25'er, Çek Cumhuriyeti 45, İsrail ve Avustralya 50'şer; gelişmekte olan ülkelere ise Brezilya ve Tayland 25'er, Kolombiya 50, Macaristan ve Polonya 75'er baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir (Grafik 2.6.1 ve Grafik 2.6.2). Böylelikle, GSYİH ağırlıklı hesaplanan ortalama politika faizi yılın son çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre, gelişmiş ülkeler için iki, gelişmekte olan ülkeler içinse yaklaşık yirmi baz puanlık düşüş göstermiştir (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).

**Grafik 2.6.1.**

Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 – Ocak 2013\* (Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.  
\* 22 Ocak 2013 itibarıyla.**Grafik 2.6.2.**

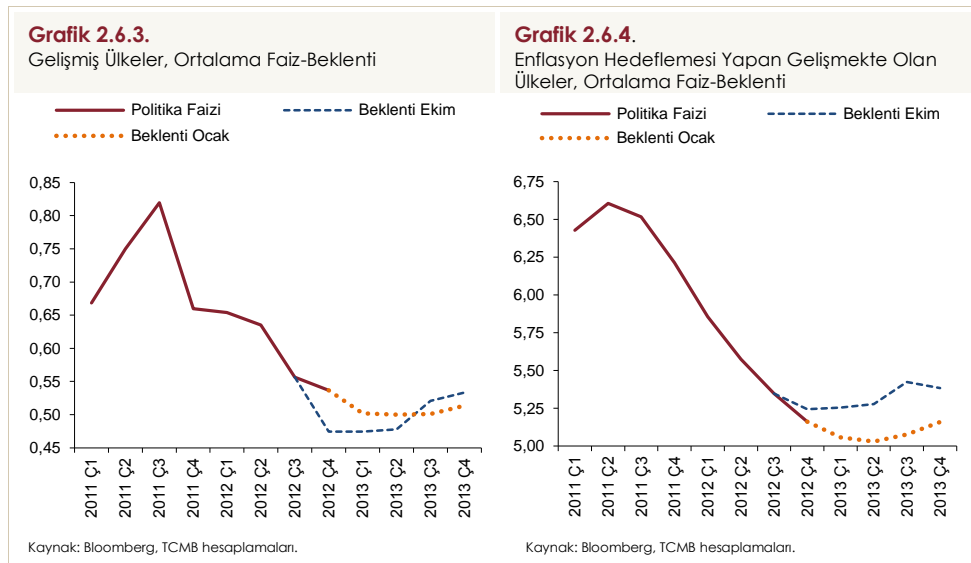
Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Ocak 2013\*(Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.  
\* 22 Ocak 2013 itibarıyla.

Gelişmiş ülkeler para politikası uygulamalarına bakıldığında, 2012 yılının son çeyreğinde, Japonya'nın ek bir parasal genişleme paketi açıklamış olması önemli bir gelişme olarak ön plana çıkmaktadır. Aralık ayı toplantısında kararlaştırılan ve önümüzdeki 12 aylık dönemi kapsayan yaklaşık 50 trilyon yen (yaklaşık 550 milyar dolar) tutarındaki yeni paketin hem doğrudan varlık alımı yoluyla hem de bankalara açılacak düşük faizli krediler yoluyla devreye sokulacağı açıklanmıştır. Ocak ayı toplantısında ise yıllık yüzde 1 olan enflasyon hedefi yüzde 2'ye çıkarılmış ve 2014 yılından başlamak üzere, herhangi bir zaman kısıtı olmadan, her ay belirli miktarlarda varlık alımı yapılarak bu hedefe mümkün olan en kısa zamanda ulaşmaya çalışılacağı belirtilmiştir. Yeni alım programının, parasal genişleme paketini 2014 yılı için 10 trilyon yen (yaklaşık 110 milyar dolar) artıracığı vurgulanmıştır. Söz konusu genişleme paketinin temel amacının, Japonya ekonomisinin sürdürülebilir büyüme patikasına dönüşünü garanti altına almak olduğu belirtilmektedir.

Anılan kapsamda bir diğer önemli gelişme ise, ABD'de enflasyon beklentilerinin kalıcı olarak yüzde 2,5'in üzerine çıkmaması kaydıyla, işsizlik oranı yüzde 6,5'in altına düşene kadar Fed'in para politikasını sıkılaştırmayacağını taahhüt etmiş olmasıdır. Böylelikle, Fed, işsizlik göstergelerinin önümüzdeki dönem para politikasının temel belirleyicilerinden biri olacağını duyurmuştur. Toplantı özeti ile birlikte yayımlanan kurul üyelerinin çeşitli ekonomik göstergeler ile ilgili ileriye yönelik tahminleri işsizliğin yüzde 6,5 seviyesine en erken 2015 yılında ulaşabileceğine işaret etmektedir. Fed'in söz konusu açıklamasının ardından uzun dönem faiz oranlarında görece bir artış meydana geldiği, vadeli sözleşmeler

incelendiğinde de para politikasının sıkılaşmaya başlaması ile ilgili beklentilerin uzun bir aradan sonra daha erken bir tarihe çekildiği gözlenmiştir. Bu durum, piyasanın işsizlik oranlarına ilişkin tahminlerinin, Fed'in tahminlerinden daha düşük seyrettiği ve dolayısıyla, yüzde 6,5 seviyesine 2015 yılından önce ulaşmasının beklendiği yönünde bir izlenim vermektedir. Ne var ki, mali uçurum ile ilgili kısmi bir çözüm bulunmuş olsa dahi, uygulamaya ilişkin belirsizliklerin halen devam ediyor olduğu göz önüne alındığında, ABD maliye politikasının önümüzdeki dönem seyrinin, işsizlik oranı ve dolayısıyla Fed'in para politikasına ilişkin beklentiler üzerinde etkili olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.



2012 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülke politika faizlerinde meydana gelen düşüşün, bir önceki Enflasyon Raporu beklentilerinin üzerinde olduğu ve 2013 yılına ilişkin politika faizi beklentilerinin de, yine bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, aşağı yönlü güncellenmiş olduğu görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise, özellikle ECB'nin beklenen 25 baz puanlık indirimi yapmamış olmasına bağlı olarak, ortalama politika faizi yılın son çeyreğinde, beklenenden yüksek gerçekleşmiştir. Öte yandan, 2013 yılsonu beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu gelişmenin temel nedeni ise geçtiğimiz çeyrekte 2013 yılının ikinci yarısı için beklenen sıkılaşma eğiliminin, son çeyrekteki gelişmelere bağlı olarak yerini daha yatay bir faiz politikasına bırakması olmuştur (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).

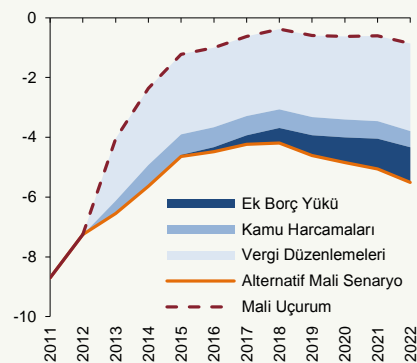
Kutu  
2.1

## Mali Uçurum ve Olası Etkileri

ABD'de 2013 yılı başında yürürlüğe girmesi planlanmış olan ve maliye politikasının belirgin biçimde sıkılaştırılmasını öngören düzenlemeler, gerek ABD ekonomisi üzerindeki, gerekse küresel ölçekteki olası etkileri nedeniyle 2012 yılının son aylarından itibaren önemli gündem maddelerinden birini oluşturmuştur.

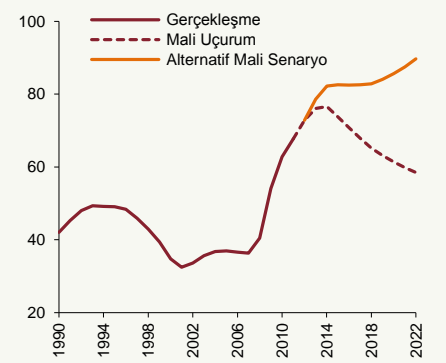
2001, 2003 ve 2009 yıllarında yürürlüğe girmiş ve daha sonra süreleri uzatılmak suretiyle yürürlükte kalmış olan geniş çaplı vergi indirim ve avantajlarının, 2012 yılı sonunda yürürlükten kalkmasını ve buna ilaveten kamu harcamalarının önemli oranda azaltılmasını içeren bu düzenlemelerin, bütçe dengesinde toplam 600 milyar ABD doları tutarında bir iyileşme sağlayacağı düşünülmüştür. Söz konusu düzenlemeler, bir yandan bütçe açığını azaltırken, diğer yandan ülkeyi tekrar resesyona sürüklenme riski taşıdığından "mali uçurum" olarak adlandırılmıştır. Rakamsal bir ifadeyle, mali uçurumun 2013 yılında bütçe dengesinde sağlayacağı milli gelire oranla 2,5 puan iyileşmeye karşılık, reel milli geliri yüzde 0,5 oranında azaltacağı tahmin edilmiştir. Kongre Bütçe Ofisi'nin (Congressional Budget Office – CBO) analizlerine göre, mali sıkılaştırma düzenlemelerinin yürürlüğe girdiği ve girmediği alternatif bir senaryo altında, bütçe dengesinde meydana gelecek değişimin en önemli kaynağını vergi düzenlemeleri oluşturmaktadır (Grafik 1).<sup>1</sup> Mali sıkılaştırmanın önüne geçilmesi ise, ileriki dönemlerde kamu borç yükünü ve faiz ödemelerini artırıcı yönde etkide bulunmaktadır. Bu durumda, 2022 yılına kadarki on yıllık süre zarfında borç stokunun milli gelire oranının mali uçurum senaryosuna kıyasla yaklaşık 30 puan daha yüksek olması beklenmektedir (Grafik 2).

Grafik 1. Bütçe Dengesi/GSYİH Oranı (yüzde)



Kaynak: Congressional Budget Office.

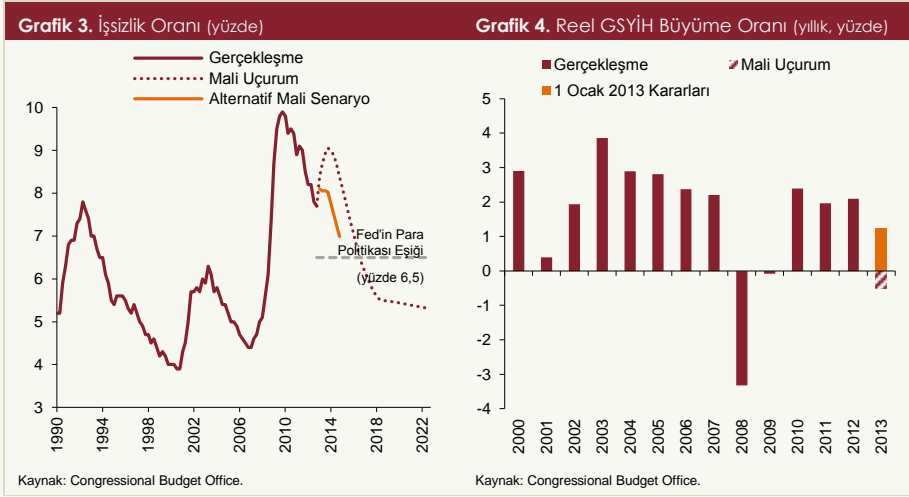
Grafik 2. Kamu Borç Stoku/GSYİH Oranı (yüzde)



Kaynak: Congressional Budget Office.

<sup>1</sup> Congressional Budget Office (2012) "Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013", Kasım 2012. <http://www.cbo.gov/publication/43694>.

Maliye politikasındaki sıkılaştırmanın ekonomi üzerindeki diğer bir olumsuz yansıması olarak, işsizlik oranının 2013 yıl sonunda yüzde 9,1'e yükseleceği, sonrasındaki on yıllık süre zarfında ise kademeli olarak yüzde 5,3'e gerileyeceği öngörülmüştür (Grafik 3). ABD iş gücü piyasasındaki toparlanmanın beklenenden zayıf geliştiği bir ortamda, söz konusu sıkılaştırmanın toparlanmayı sekteye uğratabileceği endişe verici diğer bir unsur olmuştur. Zira, Fed Aralık ayı toplantı tutanaklarında, enflasyon oranı orta vadede yüzde 2,5'in üzerine çıkmadığı müddetçe, işsizlik oranı yüzde 6,5'in altına düşüncüye kadar para politikasını gevşek tutacağını açıklayarak, para politikasının en önemli belirleyicilerinden birinin işgücü piyasası gelişmeleri olduğunu vurgulamıştır.



1 Ocak 2013 tarihinde alınan kararlar mali durum açısından kısmi bir çözüm ifade etmektedir. Önceki düzenlemeler altında geçerli olacak vergi artışlarının bir bölümü geri alınırken, kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi, borç tavanının yükseltilmesi ve orta vadeli bir mali konsolidasyon planında anlaşılması konuları ötelenmiştir. Bu çerçevede, yüksek gelir grubundan alınan vergileri artırmaya yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Buna karşılık, yılbaşında otomatik olarak yürürlüğe girmesi gereken ve önümüzdeki on yıllık dönemi kapsayan 1,2 trilyon ABD doları tutarındaki kamu harcamalarında kesintiye gitme kararı, Mart ayına ertelenmiştir. Ayrıca, borç tavanı limitine halihazırda ulaşmış bulunan ABD Hazinesi'nin, Mart ayından önce söz konusu limitin artırılmasına ilişkin olarak Kongre'nin onayını alması gerekmektedir.



Mali uçurum senaryosu altında 2013 yılsonu itibarıyla yüzde 0,5 daralması beklenen ABD ekonomisinin, son kararlar neticesinde, yüzde 1,25 oranında büyüme kaydedebileceği tahmin edilmektedir (Grafik 4). Öte yandan, mali uçurumun kısmen engellenmiş olması, mali göstergelerin, Grafik 1 ve Grafik 2'de gösterilen iki farklı senaryonun arasında bir yerde gerçekleşeceğini ifade etmektedir.

Özetle, yılbaşında yapılan mali düzenlemeler, ekonomiye Fed tarafından sağlanan para politikası desteğinin yanında, maliye politikası desteğinin de süreceğine ilişkin bir işaret olarak algılanmaktadır. Ancak, düzenlemelerin bu haliyle gerek mali sorunları gerekse ekonomik endişeleri giderecek kalıcı bir çözüm sunmadığı değerlendirilmektedir. Önümüzdeki dönemde politik sorunların aşılarda orta vadeli bir mali konsolidasyon planı üzerinde anlaşma sağlanması, ABD'de borç yükünün azaltılarak sürdürülebilir seviyelere indirilmesi açısından önem arz etmektedir. Öte yandan, mali uçurumun engellenmesine yönelik adımlar kısa vadede ABD ekonomisinin tekrar resesyona sürüklenme olasılığını azaltmasına karşın, uzun vadede bütçe üzerine getireceği ek baskı ve tasarruflar üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle, milli gelirin daha uzun süre potansiyelinin altında kalmasına neden olma riski taşımaktadır.

Sonuç olarak, halihazırda üzerinde uzlaşa sağlanan kısmi mali sıkılaştırma tedbirleri, ABD büyümesine ve dolayısıyla küresel büyümeye dair endişeleri bir miktar da olsa azaltmıştır. Ne var ki, kayda değer nitelikteki diğer mali düzenlemelere ilişkin kararların ötelenmesi ve bunların nasıl çözümleneceğine dair belirsizliklerin devam etmesi, gerek ABD ekonomisi ve gerekse küresel ekonomi üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

