

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Son üç aylık dönemde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı, 2011 yılı son çeyreğine kıyasla sınırlı da olsa, artış sergilemiştir. Beklentilerden daha olumlu gerçekleşen bu gelişmeye rağmen, 2012 yılı büyüme tahminlerinde belirgin bir güncelleme gözlenmemektedir. Diğer taraftan, küresel büyüme tahminleri korunurken, bölgeler arasındaki farklılaşma daha belirgin hale gelmiştir. Nitekim, ağırlıklı olarak borç sorunu yaşayan ülkeler kaynaklı olmak üzere, Euro Bölgesi büyümesindeki aşağı yönlü güncellemeler dikkat çekmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden itibaren geçen sürede Yunanistan'ın düzensiz bir şekilde iflas etme olasılığının azalması, bölgeye ilişkin risk algılamalarını zayıflatmıştır. Ancak, borç sorununu daha ağır yaşayan ülkelerde büyüme görünümünün bozulması, endişelerin yeniden yoğunlaşmasına neden olmuştur. İşsizlik oranı yüksek seyreden, emlak piyasasındaki sorunları tam olarak gideremeyen ve yerel yönetimlerin harcamalarının kontrolünde sorun yaşayan İspanya, bölgeye yönelik endişelerin merkezinde yer almaktadır (Kutu 2.1). Bu ülkenin borçlanma maliyetlerindeki hızlı artış sadece İtalya ve diğer bölge ülkelerini etkilemekle kalmamış, risk iştahı kanalıyla küresel piyasaların da olumsuz performans sergilemesine neden olmuştur. Euro Bölgesi büyümesinin söz konusu olumsuz seyri ve yüksek borçlanma maliyetleri borç sürdürülebilirliği tartışmalarını canlı tutarken, alınmakta olan tedbirlere gösterilen toplumsal direnç ve yaklaşan seçimler belirsizlik kaynağı oluşturmaktadır. Diğer taraftan, bölge ülkelerinin Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility – EFSF) kaynaklarının tamamını ya da kullanılan kısmını kalıcı hale getirememeleri ve Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism – ESM)'nin imkanlarıyla birleştirmek suretiyle yeterli güvenlik duvarını kuramamaları, G-20 ülkelerinin belirgin finansal katkı yapma olasılığını azaltmıştır.

Bütün bu gelişmeler, Euro Bölgesi'ne ilişkin sorunların kalıcı olarak çözümünün uzun bir zaman alacağına işaret etmektedir. Bu durum, gelişmiş ülkelerin genişletici para politikaları ile birlikte değerlendirildiğinde, küresel risk iştahındaki oynaklığın devam edebileceğine işaret etmektedir.

ABD ekonomisinde yılın ilk aylarında iktisadi faaliyete ilişkin açıklanan veriler beklentilerden daha olumlu bir görünüme işaret ederken, işgücü verilerinin olumlu seyri büyüme görünümünü iyileştiren başlıca unsur olmuştur. Bu

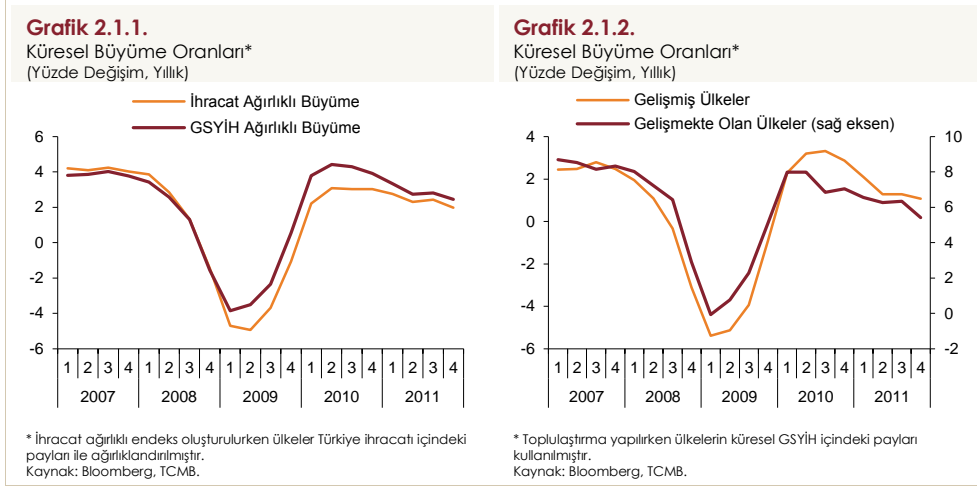
olumlu gelişmelere rağmen, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) dönem boyunca temkinli duruşunu korumuştur. Nitekim Mart ayı istihdam verilerinin beklentilerin altında kalmış olması, söz konusu temkinli duruşu destekler niteliktedir. Fed'in bilançosundaki kısa vadeli hazine kağıtlarının uzun vadeliyle takasına dayanan programın uzatılmasına ve yeni bir genişleme paketinin uygulanmasına yönelik gelişmeler, ABD ekonomisinin önümüzdeki dönem görünümü ve küresel risk iştahı üzerinde belirleyici olacaktır.

Küresel dalgalanmadan olumsuz etkilenen gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyeti 2011 yılının son çeyreğinde yavaşlarken, öncü göstergeler 2012 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin toparlandığını göstermektedir. Bu gelişmeye paralel olarak gelişmekte olan ülke merkez bankalarının para politikası tepkisi de önemli ölçüde azalmıştır. Ne var ki, ilk çeyreğe dair söz konusu olumlu göstergelere karşın, Euro Bölgesi borç krizi neticesinde yaşanan deneyim, gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmiş ülkelerde yaşanan sorunlardan hızlı bir şekilde etkilendiklerini göstermiştir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ülkeler kaynaklı sorunların tekrarlanabileceği, bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin gerek dış ticaret kanalı ile gerekse sermaye girişlerinin kesintiye uğraması nedeniyle olumsuz etkilenebileceği düşünülmektedir.

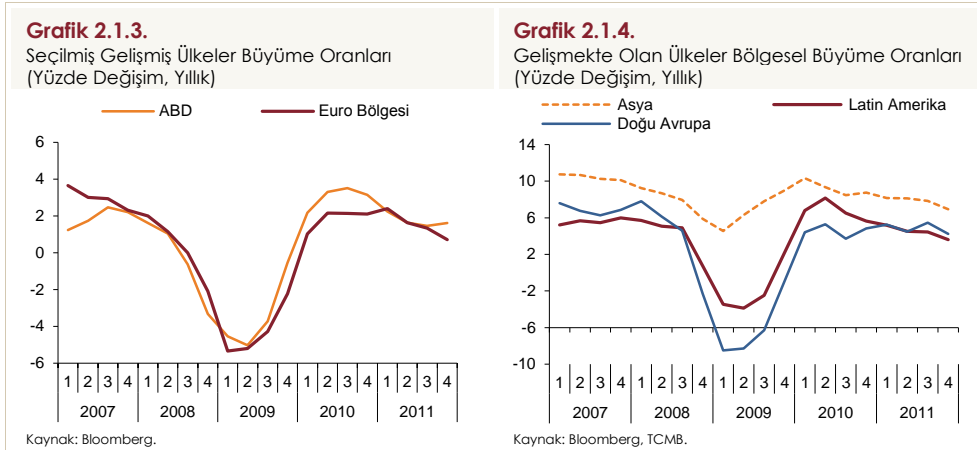
Emtia fiyatlarında son üç aylık dönemde, enerji alt endeksi kaynaklı olmak üzere yükselişler gözlenmiştir. Fiyat artışları talep baskısından ziyade, büyük ölçüde, İran'a uygulanması planlanan ambargo nedeniyle beliren arz yönlü sorunlardan kaynaklanmaktadır. İran'ın önemli bir üretici olduğu düşünüldüğünde, ilgili politik sorunların derinleşmesi halinde fiyat artışlarının devam etmesi olası görünmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

2010 yılı ortalarından itibaren düşüş eğilimi sergileyen GSYİH ağırlıklı yıllık küresel büyüme oranı, bu eğilimini 2011 yılı son çeyreğinde de sürdürmüştür. Benzer şekilde, ihracat ağırlıklı endeksin büyüme hızı da yavaşlamaya devam etmiştir. Bu durum, gelişmiş ekonomilerdeki belirsizliklerin, özellikle ihracat ağırlıklı endekste yüksek ağırlığa sahip Avrupa ülkelerinin olumsuz büyüme görünümünün, yılın son çeyreğinde de dünya ticaretini sınırlamaya devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.1).



Toplulaştırılmış endeksler, 2011 yılının son çeyreğinde, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi faaliyetin artış hızının yıllık bazda düşüş kaydettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Yılın son çeyreğinde olumlu bir görünüm arz eden ABD ekonomisi gelişmiş ekonomiler büyümesine pozitif katkıda bulunurken; Euro Bölgesi büyümesi yılın ikinci yarısında ağırlaşan borç krizine bağlı olarak olumsuz seyrine devam etmiş ve gelişmiş ekonomiler büyümesini aşağı çeken en önemli unsurlardan biri olmuştur (Grafik 2.1.3). Gelişmekte olan ekonomiler büyümesi bölgeler itibarıyla incelendiğinde ise, yılın son çeyreğinde tüm bölge ülkelerinin büyüme hızlarının düşüş eğilimlerini devam ettirdikleri gözlenmektedir (Grafik 2.1.4).



ABD'de GSYİH büyümesinin 2011 yılının son çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 3 artış göstermiş olması ve aynı döneme ilişkin işgücü piyasası verilerinin olumlu seyrinmesi, tüketici ve yatırımcı güvenini artırarak ABD ekonomisinin görünümüne pozitif yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, Fed yetkilileri yakın dönemde toplam talebi kısıtlayıcı unsurların ortadan

kalkmasının beklenmediğini, dolayısıyla büyümenin yavaş seyretmeye devam edeceğini vurgulamışlardır. İşgücü piyasası incelendiğinde, 2011 yılı son çeyreğindeki ve 2012 yılı başlarındaki olumlu seyre karşın, Mart ayı rakamlarının beklentilerin altında kaldığı ve temel işsizlik göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinden halen uzak olduğu görülmektedir (Tablo 2.1.1).

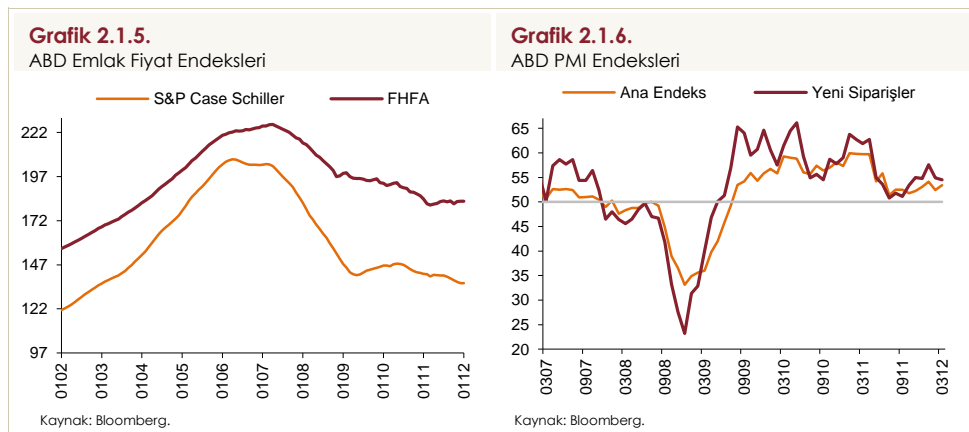
Tablo 2.1.1.

ABD İşsizlik Göstergeleri

Dönem ortalamaları	2007	2010	2011				2012		
			1.Ç	2.Ç	3.Ç	4.Ç	Ocak	Şubat	Mart
İşsizlik (mevsimsel düzeltilmiş, yüzde)	4.6	9.6	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.3	8.2
Eğitilmiş	2.7	6.3	5.8	6.0	6.0	5.8	5.5	5.5	5.6
Eğitimsiz	5.0	11.4	10.5	10.8	10.6	10.1	9.5	9.4	9.1
İstihdam Seviyesi (tarım dışı özel, milyon kişi)	115.4	107.4	108.5	109.1	109.5	110.0	110.5	110.7	110.8
Ortalama İşsizlik Süresi (hafta)	16.9	33.1	37.8	39.2	40.3	40.3	40.1	40.0	39.4
İş Bulma Ümidci Kalmayanlar (milyon kişi)	1.4	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6	2.8	2.6	2.4
Yarı-Zamanlı Çalışanlar (milyon kişi)	4.4	8.9	8.4	8.6	8.8	8.5	8.2	8.1	7.7
İlk İşsizlik Başvuruları (aylık ortalama, bin)	319	460	409	438	404	393	381	373	357

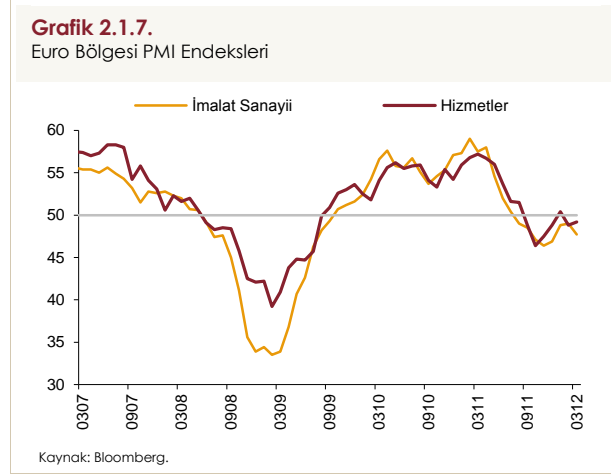
Kaynak: Bloomberg.

Bu gelişmelere ek olarak, ABD emlak sektöründe de henüz belirgin bir toparlanma gözlenmemektedir (Grafik 2.1.5). Dolayısıyla, geçtiğimiz yılın son çeyreğindeki olumlu görünümün kalıcı olup olmayacağına ilişkin kaygılar geçerliliğini korumakta; hanehalkında devam eden bilanço düzeltmesi, emlak sektörü sorunları, yüksek seyreden petrol fiyatları ve Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeler ABD büyümesi üzerinde aşağı yönlü risk unsurları oluşturmaya devam etmektedir. Nitekim, yılın ilk çeyreğine ilişkin PMI rakamları incelendiğinde, ana endeksin yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir artış sergilediği, ancak Mart ayı değerinin Aralık ayıyla aynı seviyede olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.6).

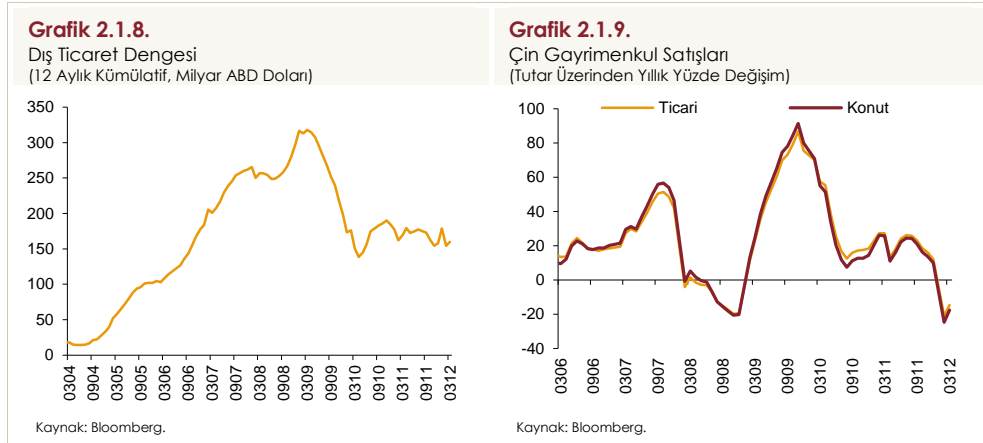


Euro Bölgesi'ne ilişkin 2011 yılı son çeyrek büyümesi (yıllıklandırılmış), yüzde 0,7 ile, 2010 yılı başından itibaren kaydedilen en düşük büyüme rakamı olmuştur. Bölgeye ilişkin PMI rakamlarına bakıldığında, 2011 yılsonu itibarıyla son iki yılın en

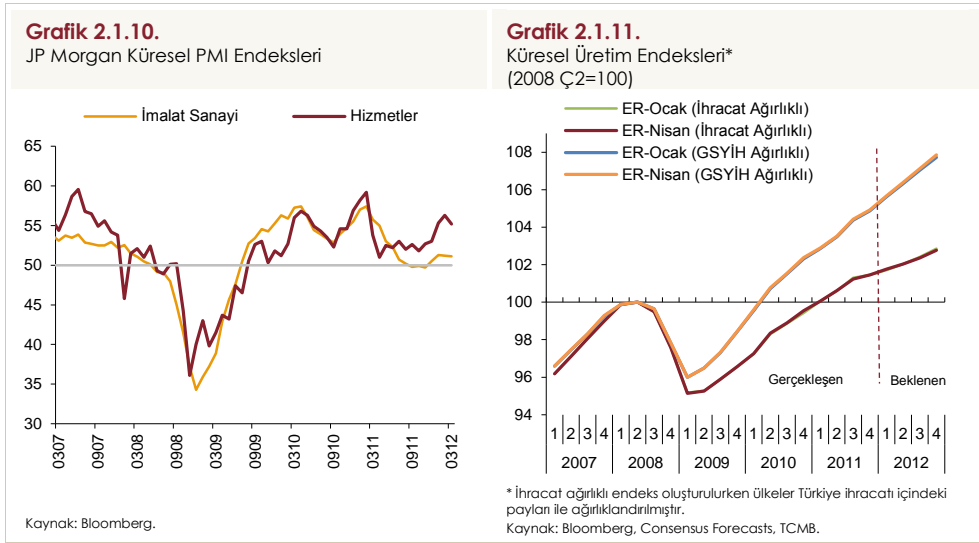
düşük değerini alan imalat sanayii ve hizmetler alt endeksi, 2012 yılı ilk çeyreğinde bir miktar yukarı yönlü hareket etmiş ancak, 50'nin altında kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.7).



Küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde, gelişmekte olan ekonomiler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin'in iktisadi faaliyetindeki yavaşlama eğilimi 2012 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş ve beklentilerin altında kalan ilk çeyrek büyümesi yıllık bazda yüzde 8,1 olarak gerçekleşmiştir. Temelde tüketim kaynaklı gerçekleşen büyümeye dış talebin katkısının sınırlı olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.8). Öncü göstergeler önümüzdeki dönem Çin'in GSYİH büyümesinde artışa işaret etmekte ise de son dönemde konut piyasasında meydana gelen dalgalanmalar, büyümeye olası etkileri açısından dikkatle değerlendirilmelidir. Mart ayı itibarıyla, yıllık bazda, ticari gayrimenkul satışlarının yüzde 15 oranında, konut satışlarının ise yüzde 18 oranında gerileme kaydetmiş olması dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.9).



Önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme görünümü, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir değişim göstermemiştir. Küresel PMI rakamları incelendiğinde, imalat sanayii alt endeksi ve hizmetler alt endeksinin yılın başında sınırlı bir miktar artış gösterdiği, ancak Mart ayından itibaren bu hareketin tersine döndüğü ve endekslerin düşüş kaydettiği görülmektedir (Grafik 2.1.10).



Yılsonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerine bakıldığında da, Nisan ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan tahminlerin Ocak Enflasyon Raporu dönemindeki tahminlerden farklılaşmadığı izlenmektedir. Bununla birlikte, Nisan ayında, ABD ekonomisine ilişkin yılsonu büyüme tahminleri sınırlı bir miktar yukarı yönlü; Euro Bölgesi'ne ilişkin tahminler ise; İtalya, İspanya ve Yunanistan kaynaklı olarak, aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.2). Nisan ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endekslerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile benzer seyretmiş olması, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini, dolayısıyla küresel sorunların dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir. Bu gelişmeler ışığında, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümü bir önceki Rapor dönemindeki şekliyle korunmuştur (Grafik 2.1.11).

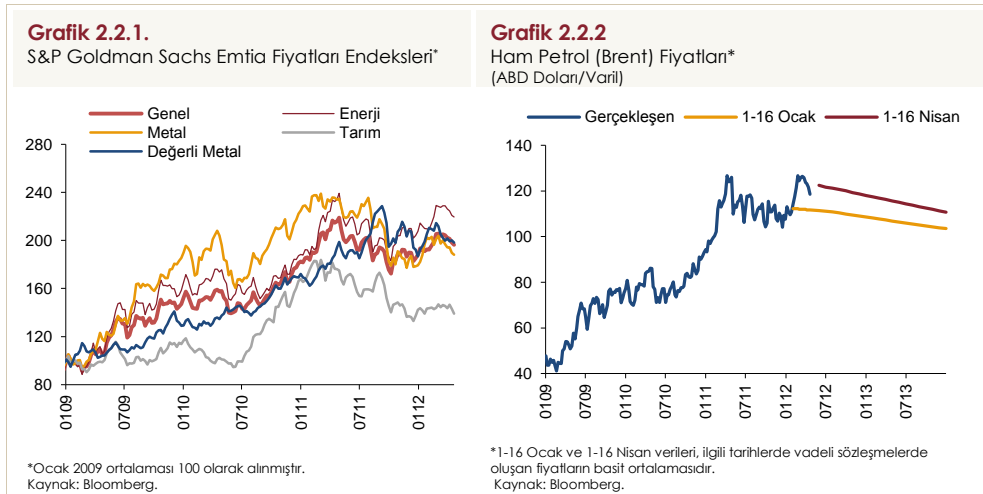
Tablo 2.1.2.
2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

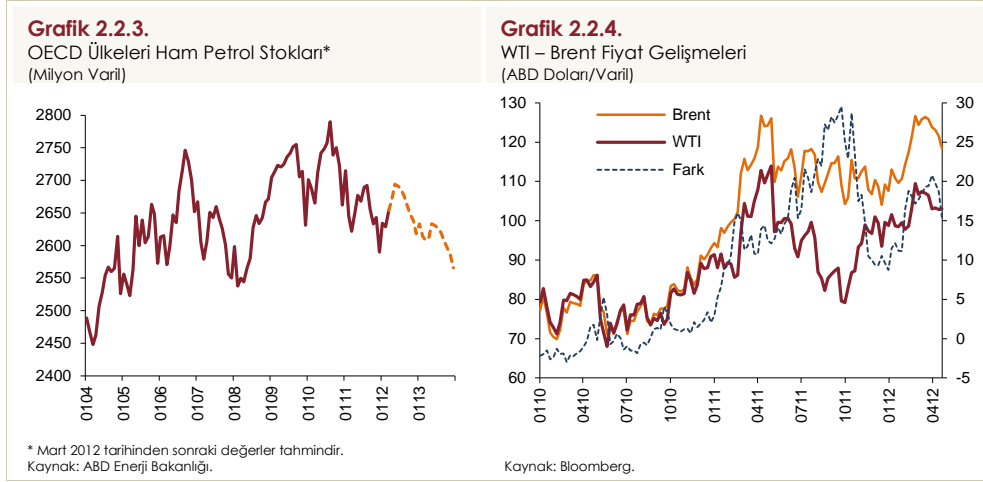
2012 yılının ilk çeyreğinde, emtia fiyat ana endeksi, enerji fiyatları kaynaklı olmak üzere, 2011 yılı ikinci çeyreğinden bu yana gözlenen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Endüstriyel metal fiyatları Çin ve ABD ekonomisine ilişkin açıklanan olumlu verilerin ve Euro Bölgesi borç krizinin çözümüne yönelik atılan adımların etkisiyle başlangıçta yukarı yönlü bir hareket izlemiş, fakat söz konusu ülke ekonomilerine ilişkin büyüme tahminlerinde aşağı yönlü risk unsurlarının ön plana çıkmasıyla tekrar düşüş eğilimi göstermiştir. Ocak ayında yeni bir parasal genişleme paketi beklentisiyle artış gösteren değerli metal fiyatları, bu beklentilerin azalmasıyla gerilemiştir. Ayrıca geleneksel olarak fiziki altın talebi yüksek olan Hindistan'da hükümetin altın ithalatından alınan vergileri yükselteceğini açıklaması, söz konusu ülkede fiziki altın talebinin azalmasına sebep olmuştur (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



Arz yönlü gelişmeler petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmiş ve petrol fiyatları 2011 yılında Libya'da yaşanan iç karışıklıktan bu yana gözlenen en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Avrupa tarafından İran'a yönelik alınan ambargo kararı 1 Temmuz 2012 tarihinden itibaren yürürlüğe girecek olmasına rağmen, gerek Avrupa ülkelerinin gerekse diğer ülkelerin ham petrol ihtiyaçlarını karşılamak için alternatif ülkelere yöneldikleri görülmektedir. Bu durum bölgedeki siyasi riskleri artırmasının yanı sıra İran ham petrolünün uluslararası piyasadan çekilmesi sonucu fiili atıl üretim kapasitesini düşüreceği için önemli bir kırılganlık unsuru olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, Suudi Arabistan'ın İran petrolünün uluslararası piyasadan çekilmesi durumunda ortaya çıkacak olan ham petrol ihtiyacını karşılayabilmek için üretim kapasitesini artıracağını açıklaması, ham petrol piyasası açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.

Son üç aylık dönemde, OPEC üyesi olmayan ülkeler kaynaklı arz yönlü gelişmeler de yaşanmıştır. Güney Sudan'da üretilen ham petrolün uluslararası piyasaya ulaşması ve rafine edilmesi Sudan üzerinden sağlanmaktadır. İki ülke arasında petrol taşımacılığı ticaretinde uygulanacak harç oranı konusunda anlaşmazlık yaşanması sonrası Güney Sudan petrol üretimini durdurduğunu açıklamıştır. Ayrıca Kuzey Denizi'nde meydana gelen teknik sorunlar, Suriye ve Yemen'de iç karışıklıkların devam etmesi de petrol arzını azaltıcı yönde etkide bulunmaktadır.

Avrupa ve Rusya'da soğuk geçen kış ayları ve Japonya'nın elektrik üretiminde nükleer enerjiye alternatif olarak petrole yönelmesi ise ham petrol talebini artırarak petrol fiyatlarını yukarı yönlü baskı altında tutmaktadır. ABD'de konvansiyonel olmayan yöntemlerle yapılan petrol üretiminin artması ve nispeten yumuşak geçen kış ayları petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltmaktadır. Bu gelişmeler ışığında, bölgeler arasında stok eğilimlerinin farklılaştığı dikkat çekerken, OECD ülkeleri birlikte değerlendirildiğinde stokların gerileme eğilimine girdiği gözlenmektedir. Stoklarda gözlenen farklı eğilimler sonucu, WTI ve Brent petrolü arasındaki fiyat farkı yeniden yükseliş eğilimine girmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Tarım ürünleri fiyatları incelendiğinde ise ilk çeyrekte sınırlı bir artış gözlenmektedir. Ekim alanlarında ve üretimde artışlar görülmesine rağmen, başta Arjantin olmak üzere Latin Amerika ülkelerinde görülen kuru ve sıcak hava şartları ve Avrupa'da soğuk geçen kış koşullarının özellikle Rusya ve Ukrayna üretimini olumsuz yönde etkileme ihtimali tarım ürünleri fiyatları için önemli bir belirsizlik unsuru olarak görülmektedir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1.

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri*

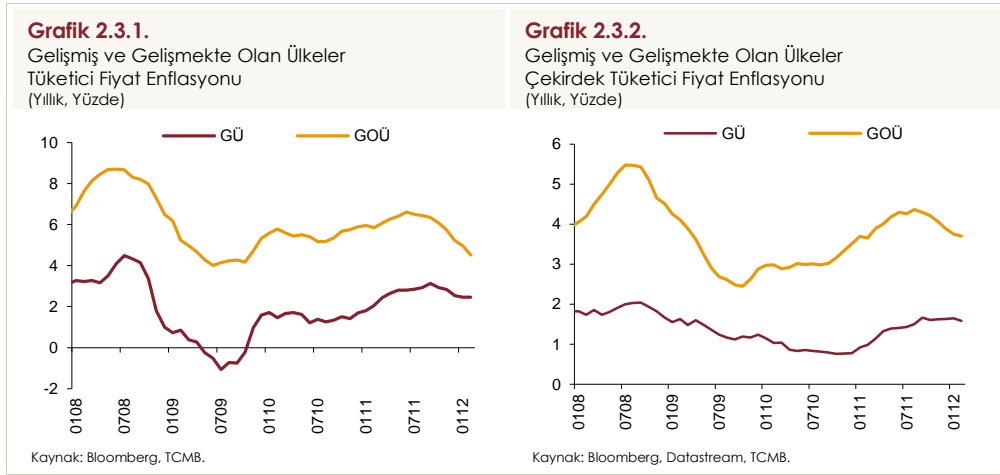
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	167,1	202,5	198,7
Üretim	685,6	651,1	694,3
Tüketim	650,2	654,8	686,8
Dönem Sonu Stoku	202,5	198,7	206,3
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,6	144,1	125,0
Üretim	819,4	829,0	865,0
Tüketim	822,8	848,1	867,3
Dönem Sonu Stoku	144,1	125,0	122,7
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	60,8	47,1	50,5
Üretim	102,6	116,6	123,1
Tüketim	119,0	114,5	107,7
Dönem Sonu Stoku	47,1	50,5	66,1

* Dünya toplam ihracat ve ithalat rakamlarının ülkeler arası farklılıklardan dolayı dengede olmaması ve pazarlama aşısında meydana gelen kayıp ve tahrip sebebiyle verilerde uyumsuzluklar görülebilmektedir.
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

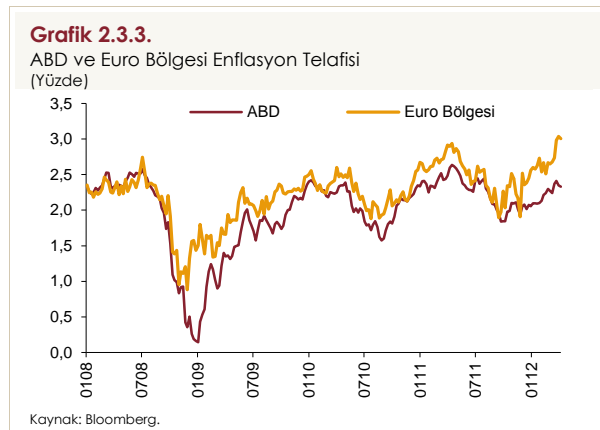
Sonuç olarak, küresel büyüme görünümündeki kırılganlıkların önemini korumasına rağmen enerji sektörü kaynaklı arz yönlü sorunlar emtia fiyatlarında artış risklerini canlı tutmaya devam etmektedir. Bu gelişmenin ise küresel iktisadi faaliyetin önümüzdeki dönem seyrinde bir risk unsuru oluşturmaya devam ettiği düşünülmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının ilk çeyreğinde yıllık tüketici enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde yatay seyrederken, gelişmekte olan ülkelerde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Gelişmekte olan ülkelerde, yılbaşından itibaren sermaye akımlarının geri dönmesiyle değerlenen döviz kurları, enflasyon oranları üzerinde belirleyici olurken, 2011 yılı ilk çeyreğinde endekse yansıyan emtia fiyatları kaynaklı etkinin ortadan kalkmaya başlaması yıllık enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Öte yandan, yıllık çekirdek enflasyon oranları gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde ana endekse benzer bir eğilim sergilemektedir (Grafik 2.3.2).



Enerji fiyatlarında son aylarda görülen artışların yanı sıra gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomik toparlanmayı destekleyici nitelikteki politikaları yılın ilk çeyreğinde enflasyon telafilerinin artmasında etkili olmuştur. Enflasyon telafilerindeki artışın Euro Bölgesi'nde daha belirgin olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.3.3).



2012 yılına ilişkin küresel enflasyon tahminlerinin geçen Rapor dönemine kıyasla arttığı izlenmektedir (Tablo 2.3.1). ABD'de beklentilerden olumlu gelen makroekonomik verilerin oluşturduğu iyimser havanın enflasyon beklentilerinin belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmesinde rol oynadığı düşünülmektedir. Euro Bölgesi'ne ilişkin tahminlerdeki yukarı yönlü güncellemelerde ise enerji fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra, borç sorunu yaşayan ülkelerin almakta olduğu mali tedbirler çerçevesinde yapılan vergi artışları etkili olmaktadır. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artış eğiliminin devam etmesi küresel ölçekte enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir.

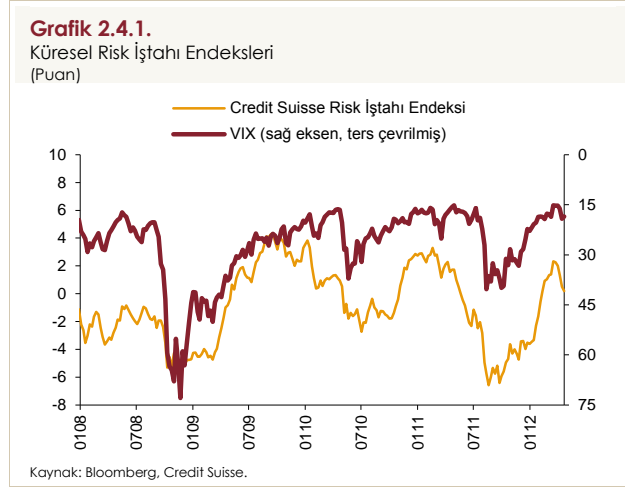
Tablo 2.3.1.
2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

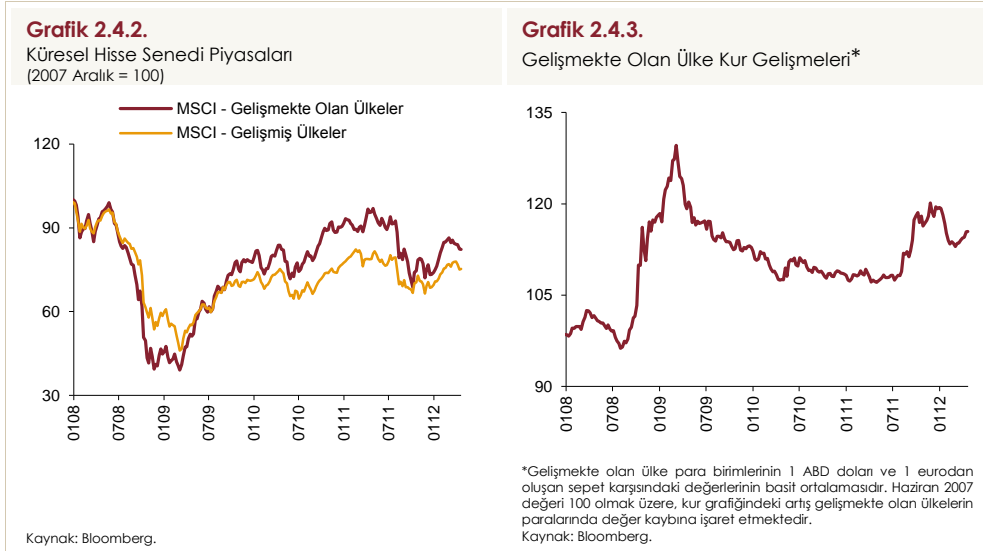
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Yunanistan'ın borç yapılandırmasını başarıyla tamamlamasıyla, düzensiz bir iflasın önüne geçilmesi Euro Bölgesi borç kriziyle ilgili algılamaların düzelmesine neden olurken, Avrupa Merkez Bankası'nın ikinci üç yıl vadeli likidite operasyonu bu dönemde piyasaları rahatlatan bir diğer unsur olarak ön plana çıkmıştır. İşgücü piyasasına ilişkin veriler başta olmak üzere, ABD'de beklentileri aşan olumlu makroekonomik veriler ise güven ortamını pekiştirmiştir. Bu gelişmeler yılın ilk çeyreğinde küresel risk iştahının yüksek seyretmesini sağlamıştır. Ne var ki, İspanya'da büyüme görünümünün bozulması sonucu tahvil getirilerinin yeniden yükselişe geçmesi ve ABD'de Mart ayı istihdam artışlarının beklentilerin altında kalması, Nisan ayının ilk günlerinden itibaren risk iştahını olumsuz etkilemiş ve toparlanma eğilimi kesintiye uğramıştır (Grafik 2.4.1).



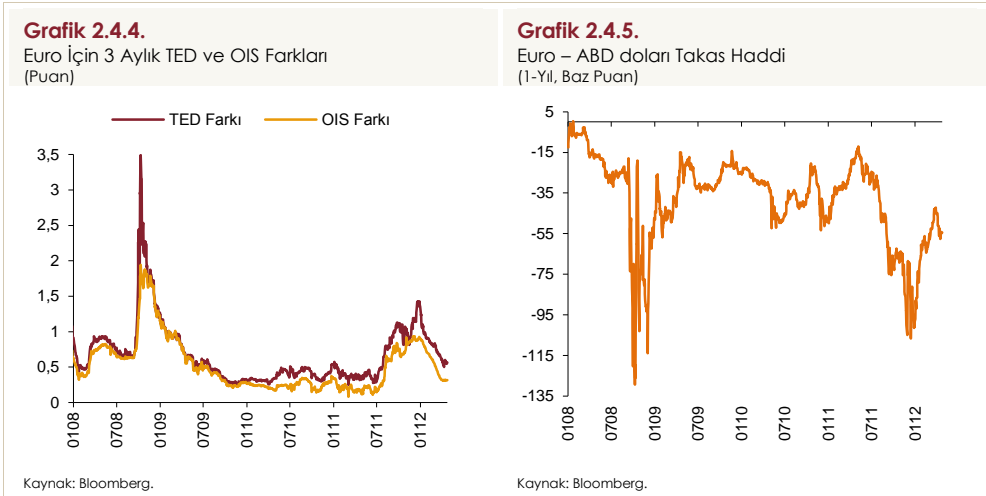
Risk iştahındaki artışa paralel olarak gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasaları yükseliş eğilimine girmiştir. Benzer şekilde, 2011 yılı ikinci yarısında Euro Bölgesi borç krizinin ağırlaşması sonucu belirgin değer kayıpları yaşayan gelişmekte olan ülke kurları, risk iştahının olumlu seyrettiği bu dönemde yeniden değerlendirilmiştir. Ancak risk iştahında Nisan ayının ilk günlerinden itibaren belirginleşen bozulma sonucu bu değer kazançlarının korunamadığı ve düşüşlerin gerçekleştiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).



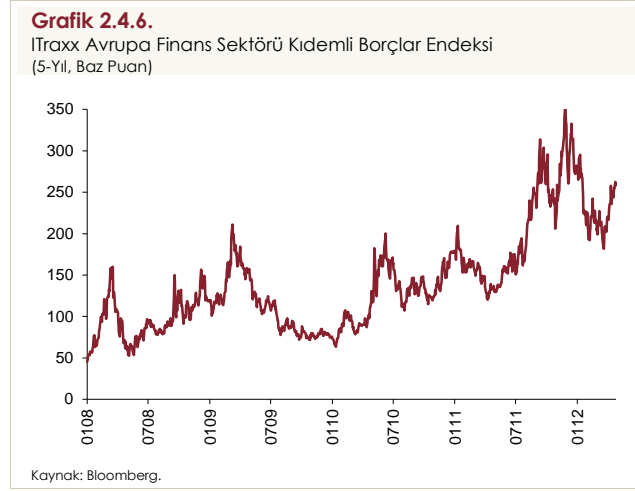
ECB'nin almış olduğu tedbirlere ve Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumu (European Banking Authority - EBA)'nın tavsiyelerine uygun olarak sunulan sermaye yapılarını güçlendirici planlara rağmen, Euro Bölgesi borç krizi bölge bankacılık sektörünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Nitekim IMF

tarafından yayımlanan son Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda, bölge bankacılık sektörünün daha belirgin şekilde bilanço küçültme yoluna gitmesinin beklendiği belirtilmiştir. Böyle bir gelişmenin bölge kredi piyasalarının yanı sıra, uluslararası para ve sermaye piyasalarını da olumsuz etkilemesi muhtemel görülmektedir.

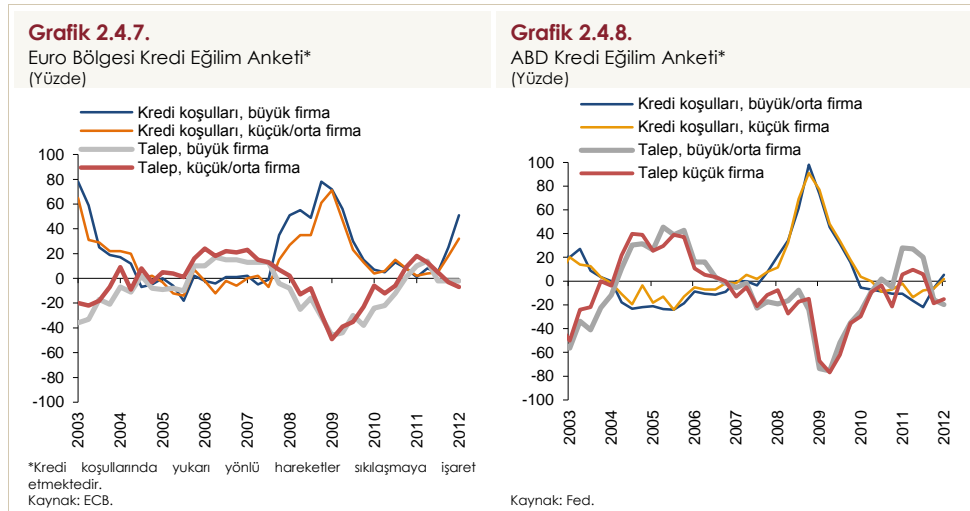
TED ve OIS farkı serilerinden izlenebileceği üzere, 2011 yılı Aralık ayı sonunda gerçekleştirilen ilk üç yıl vadeli likidite operasyonu ile birlikte farklarda daralma eğilimi gözlenmektedir. Ancak ulaşılan seviyeler 2011 yılı ikinci yarısında belirginleşen çalkantı öncesine göre daha yüksektir (Grafik 2.4.4). Benzer şekilde, Euro – ABD doları takas haddi 2011 yılısonundan itibaren gerilemesine rağmen, çalkantı öncesi seviyelerin üzerinde kalmış ve İspanya'ya ilişkin endişelerin yeniden canlanmasıyla artış eğilimine girmiştir (Grafik 2.4.5). Küresel ölçekte ABD doları likiditesi sıkışıklığını aşabilmek için Fed ile diğer merkez bankaları arasında yapılan likidite takası anlaşmasının varlığına ve bu imkandan kullanılan kaynağın 2012 yılı ilk çeyreğinde gerilemiş olmasına rağmen, takas haddinin negatif bölgede seyretmesi karşı-taraf riskinin asıl sorun olduğuna işaret etmekte ve TED ve OIS farkı serilerinin ima ettiği görünümü desteklemektedir.



Nitekim ITraxx Avrupa Finans Sektörü Kıdemli Borçlar Endeksi'nin mevcut seviyesi, yatırımcıların karşı-taraf riskine karşı kendilerini korumak için ödedikleri primlerin yüksekliğine işaret etmektedir (Grafik 2.4.6). Euro Bölgesi bankacılık sektörüne duyulan güven kaybı, bölge bankalarının alternatif finansman kaynaklarından daha yüksek maliyetle borçlanabilmelerine neden olmaktadır.

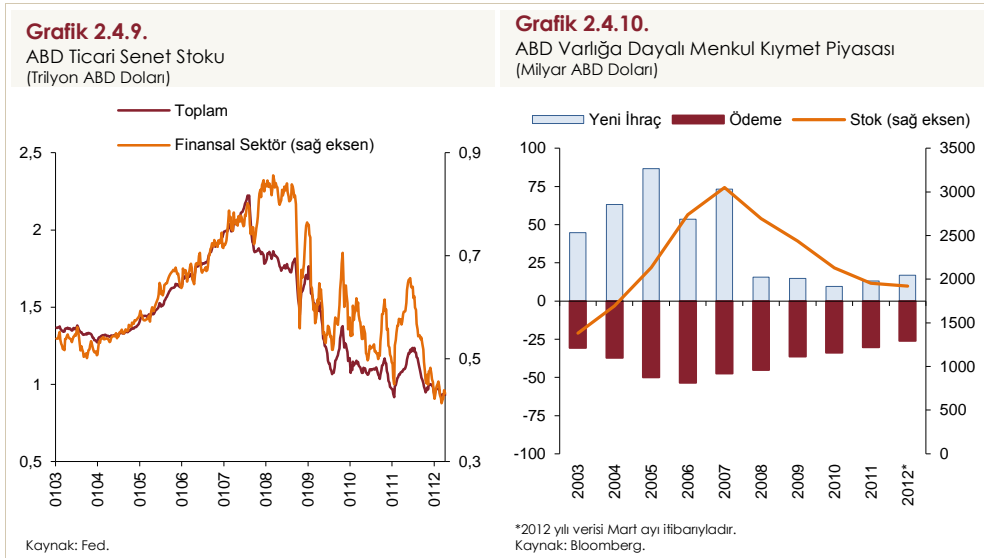


Euro bölgesi borç krizi ve bu krizin bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkileri kredi mekanizmasında da aksaklıkları beraberinde getirmekte ve büyümenin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin canlı kalmasına neden olmaktadır. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketi 2011 yılı ikinci yarısında kredi koşullarının önemli ölçüde sıkılaştırıldığını ortaya koyarken, kredi talebinde de sınırlı gerilemeler olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.4.7). Diğer yandan Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi, ABD'de bankacılık sektörünün kredi koşullarında belirgin bir sıkılaşmaya başvurmamasına rağmen, kredi talebinde düşüşler gerçekleştiğini yansıtmaktadır (Grafik 2.4.8).



Borçlanma piyasalarına ilişkin daha kapsamlı bir değerlendirme yapabilmek için ABD ticari senet ve varlığa dayalı menkul kıymet piyasalarının analiz edilmesi önem arz etmektedir. Küresel kriz öncesi dönemde gerek finansal gerekse reel sektörün likidite ihtiyacının giderildiği önemli bir kaynak olan ABD

ticari senet piyasasının belirgin bir toparlanma sergileyemediği ve 2007 yılının ortasında yaptığı zirveye kıyasla oldukça düşük seviyelerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.9). Avrupa bankacılık sektörü için önemli bir likidite kaynağı olan söz konusu piyasada¹ borç krizinin derinleştiği 2010 yılının Mayıs ayı ve 2011 yılının ikinci yarısı gibi dönemlerde ihraçların zorlaştığı ve stok rakamının belirgin bir şekilde gerilediği dikkat çekmektedir. Küresel kriz öncesi dönemde önemli ölçüde genişleyen ve emlak sektöründe köpüğe neden olduğu gerekçesiyle eleştirilen ABD varlığa dayalı menkul kıymet piyasasında ise yeni ihraçların gerileme eğiliminin son aylarda duraksadığı, ancak, mevcut ihraçların kriz öncesine kıyasla oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlenmektedir (Grafik 2.4.10).



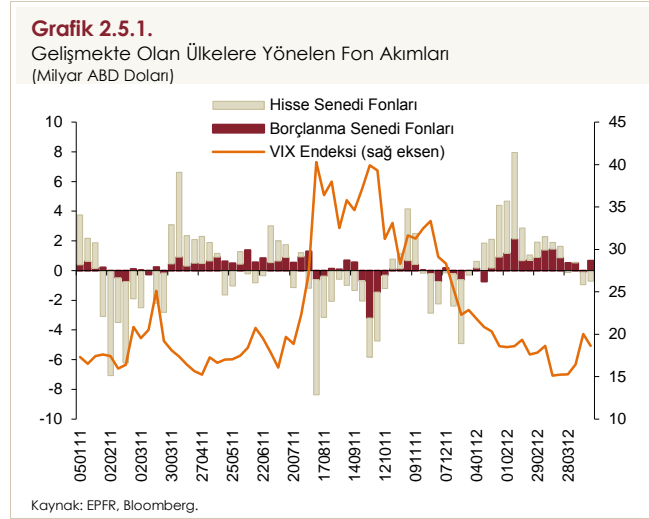
2012 yılının ilk çeyreğinde azalan risk algılaması ve artan risk iştahı ile varlık piyasalarında gözlenen olumlu performans, İspanya'ya ilişkin endişelerin artması ile kesintiye uğramıştır. Bu gelişme Euro Bölgesi borç krizinin ağırlığını hatırlatırken, aynı zamanda finansal piyasaların kırılma eğilimini de ortaya koymaktadır. Euro Bölgesi borç krizinin yanı sıra, başta ABD ve Çin ekonomisine ilişkin olmak üzere, iktisadi faaliyete ilişkin gerçekleştirmelerin beklentilerin altında kalması halinde kırılma eğilimlerinin yeniden belirmesi de olası görünmektedir. Bunun yanı sıra, varlık piyasalarının hızlı yükselişler sergilediği ve küresel ölçekte para politikalarının gevşetildiği bir dönemde borçlanma piyasalarındaki faaliyetlerin durgunluğu ve

¹ 2012 yılı Nisan ayı itibarıyla yabancı finansal sektör katılımcılarının toplam içinde payı yüzde 18 seviyesindedir.

bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlara ilişkin endişelerin canlı oluşu, temkinli duruşun devam etmesini gerektirmektedir.

2.5. Sermaye Akımları

Gelişmekte olan ülkeler, 2011 yılı son çeyreğindeki gerçekleştirmelerin aksine, 2012 yılı başından itibaren sermaye girişleri yaşamıştır. Risk iştahındaki iyileşmeye paralel olarak, gelişmekte olan ülkeler yılın ilk iki ayında giderek hızlanan bir fon giriş eğilimine tanık olmuş, Mart ayında ise girişler azalarak da olsa devam etmiştir. Bu suretle, önceki yılın son çeyreğindeki çıkışlar telafi edilmekle kalmamış, son bir sene içindeki miktarsal olarak en yüksek girişler bu çeyrekte kaydedilmiştir. Portföy tercihleri açısından Ocak ve Şubat aylarında yatırımcılar ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarına yönelirken, Mart ayındaki sermaye girişlerinin büyük oranı borçlanma senedi fonlarına olmuştur. Ne var ki, Nisan ayının ilk günlerinden itibaren risk iştahında gözlenen bozulma sonucu, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları gözlenmeye başlamıştır. Risk iştahının yüksek seyrettiği dönemin tersi bir şekilde, çıkışların hisse senedi piyasalarında belirgin olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.5.1).



Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımlarının bölgesel dağılımı incelendiğinde, Latin Amerika ülkelerinin önceki çeyrekteki çıkışlara kıyasla daha yüksek oranda fon çektiği ve bu anlamda cazibelerini artırdığı gözlenmektedir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde büyüme beklentilerindeki bozulmanın etkisiyle, bölge ülkeleriyle güçlü ticari ve finansal bağlantılara sahip Avrupa'daki gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi daha sınırlı oranda kalmıştır.

Tablo 2.5.1.Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Bölgesel Dağılımı
(Milyon ABD Doları, Yüzde*)

	Toplam	Asya	Latin Amerika	Avrupa	Orta Doğu ve Afrika
2011 4.Çeyrek	-11,553	-5,437 (47,1)	-2,552 (22,1)	-3,050 (26,4)	-514 (4,5)
2012 1.Çeyrek	32,429	14,744 (45,5)	9,333 (28,8)	5,685 (17,5)	2,667 (8,2)

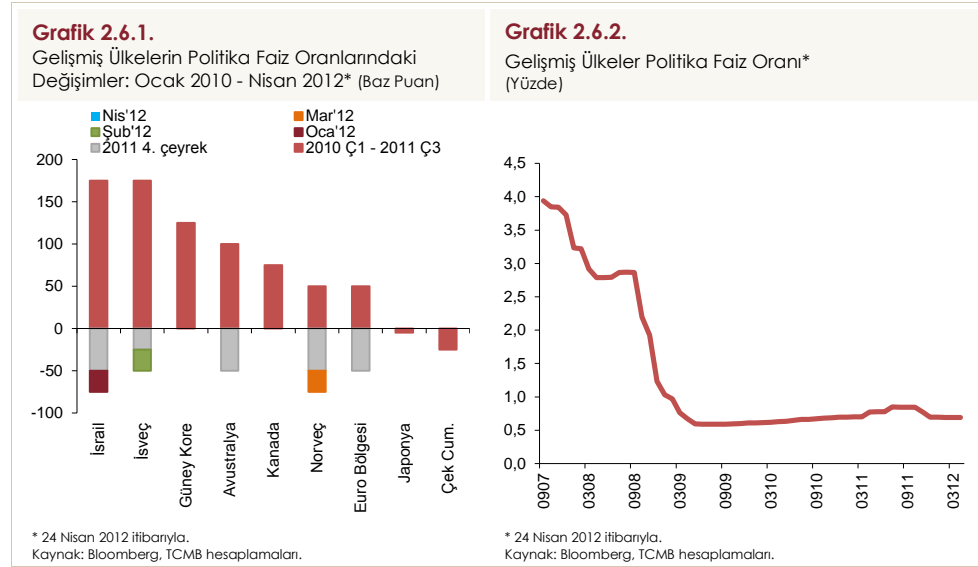
* Parantez içindeki değerler bölgelerin toplam akımlardan aldığı payı göstermektedir.

Kaynak: EPFR.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

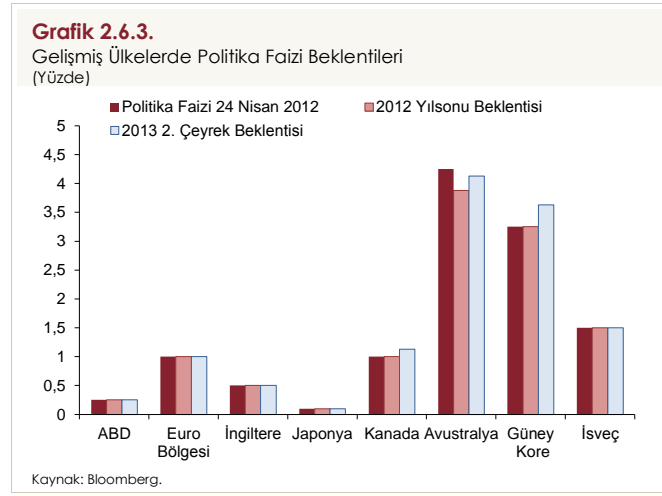
2012 yılı ilk çeyreği para politikası uygulamaları bir önceki rapor döneminde gözlenen gevşeme sürecinin, yavaşlayarak da olsa, devam ettiğine işaret etmektedir. Küresel iktisadi faaliyette talep yönlü enflasyonist baskı yaratabilecek bir iyileşme olmamış, ancak özellikle petrol fiyatlarında arz yönlü sorunlar kaynaklı artışlar merkez bankaları tarafından enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek en önemli gelişme olarak yorumlanmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak para politikası eğilimi de genel olarak sınırlı faiz indirimleri veya politika faizlerinin sabit tutulması yönünde olmuştur.

2012 yılının ilk çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde politika faizleri bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir şekilde gerilemiş, İsrail, İsveç ve Norveç'in 25'er baz puanlık indirimlere başvurduğu gözlenmiştir (Grafik 2.6.1 ve Grafik 2.6.2).



Gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin mevcut seviyelerini uzun bir müddet koruması beklenmektedir (Grafik 2.6.3). Fed bu yılın başında ilan ettiği uzun vadeli düşük faiz politikasından sapacağına dair herhangi bir işaret vermemiştir. Başta Euro Bölgesi olmak üzere, iktisadi faaliyete ilişkin beklentilerin olumlu

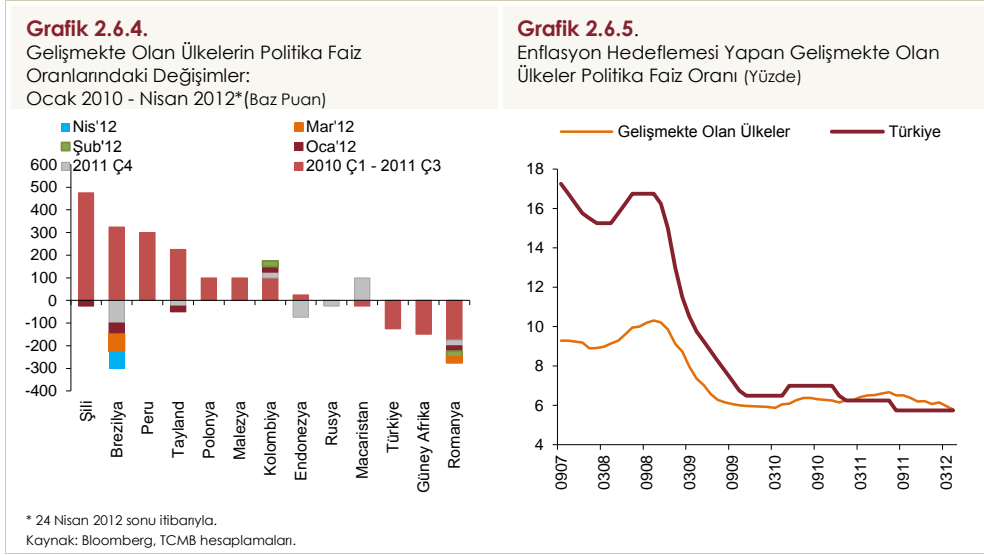
seyretmediği dikkate alındığında, diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının da yılsonuna kadar para politikasında sıkılaşmaya gitmeleri öngörülmemektedir. Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla beklentilerde gerçekleşen en büyük farklılığın Euro Bölgesi kaynaklı olduğu gözlenmektedir. Ocak ayında ECB'nin yılsonuna kadar 25 baz puanlık bir indirim daha yapması beklenmekteyken, Nisan ayında bu beklenti yerini 2013 yılının ilk yarısını da kapsayacak şekilde sabit tutulan bir politika faizine bırakmıştır. Dört büyük merkez bankası dışında kalan gelişmiş ülke merkez bankalarının ise özellikle 2013 yılı ilk yarısında politika faizlerinde sınırlı artışlar yapabilecekleri öngörülmektedir (Grafik 2.6.3).



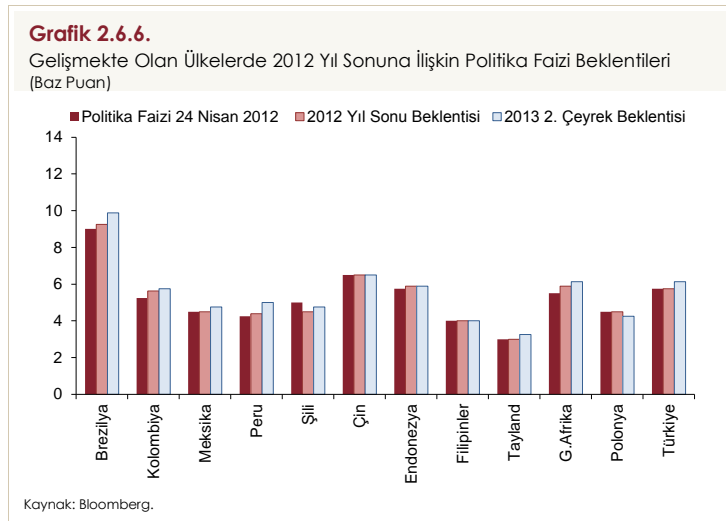
Gelişmekte olan ekonomiler incelendiğinde, 2012 yılı ilk çeyreğinde, Kolombiya'nın bir önceki çeyrekte olduğu gibi politika faizini artırmaya devam ettiği, Brezilya ve Romanya'nın ise, sırasıyla, 125 ve 75 baz puanlık yüksek indirimler yaparak diğer ülkelerden ayrıştığı gözlenmektedir. Brezilya faiz indirmeye Nisan ayında da devam etmiş ve 75 baz puanlık bir indirim daha gerçekleştirmiştir. Diğer gelişmekte olan ülkelerin ise politika faizlerini sabit tuttıkları ya da düşük miktarda indirimlerle yetindikleri dikkat çekmiştir (Grafik 2.6.4). Toplulaştırılmış endekse göre, gelişmekte olan ülkeler ortalama politika faiz oranı, 2012 yılı ilk çeyreği itibarıyla bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 25 baz puan düşerek yüzde 5,97 olarak gerçekleşmiştir. Nisan ayında Brezilya'nın faiz indirimiyle birlikte bu rakam yüzde 5,79'a gerilemiştir (Grafik 2.6.5). Bu gelişmelerin yanı sıra, Çin ve Hindistan yılın ilk çeyreğinde politika faizlerini değiştirmemekte² beraber, faiz dışı yöntemlerle parasal gevşeme yolunu seçmişlerdir. Zorunlu karşılık oranlarında Çin 50 baz puan, Hindistan ise 75 baz

² Hindistan Nisan ayında 50 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir.

puan indirime giderken Hindistan ayrıca Mart ayında piyasadan tahvil alma yoluyla da miktarsal genişlemeye başvurmuştur. Hindistan ile ilgili bir diğer gelişme ise ülke merkez bankasının reeskont oranını 350 baz puan artırması olmuştur. Yapılan açıklamada bunun bir para politikası hamlesi değil, bir defaya özgü teknik bir ayarlama olduğunun altı çizilmiştir.



Gelişmekte olan ülkeler politika faiz beklentilerinin 2012 yılsonu için homojen bir yapıda olmadığı dikkat çekmekte, mevcut faiz seviyesinin bazı ülkelerde sabit tutulmasının bazı ülkelerde ise yükseltilmesinin beklendiği gözlenmektedir (Grafik 2.6.6). Ancak değişim beklentilerinin çok sınırlı olduğu, sert politika tepkilerinin gündemde olmadığı dikkat çekmektedir.



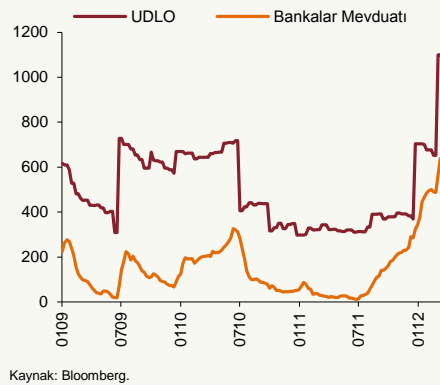
Kutu
2.1

Euro Bölgesi'nde Son Dönemde Öne Çıkan Gelişmeler

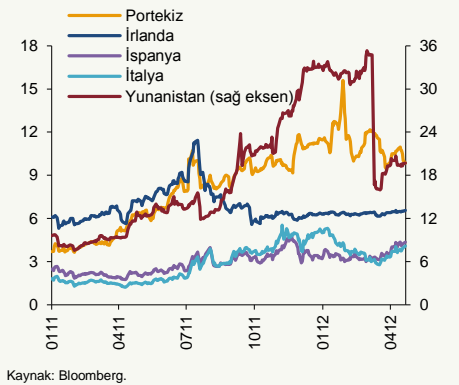
2012 yılının ilk çeyreğinde, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB)'nin bölge bankalarına yönelik operasyonları devam etmiştir. Yunanistan'ın borç takasını tamamlaması ve yeni yardım paketinin onaylanması önemli bir adım olmuştur. Bu gelişmeler küresel risk iştahını iyileştirirken, Nisan ayından itibaren İspanya ve İtalya'da borçlanma maliyetlerinin yeniden yükselmesi bu eğilimin kesintiye uğramasına neden olmuştur. Bu bağlamda, bölge genelinde mali konsolidasyon tedbirlerinin hızlı bir şekilde uygulamaya konulamaması, borç sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizlikleri artıran temel bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu kutuda son dönemde öne çıkan söz konusu gelişmeler özetlenmektedir.

ECB, ilkinin 21 Aralık 2011 tarihinde düzenlediği 3 yıl vadeli Uzun Dönem Finansman Operasyonu'nun ikincisini 29 Şubat 2012'de gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede, Eurosystem bünyesindeki toplam 800 bankaya 530 milyar euro tutarında likidite sağlanmış ve ihaleye katılım bir öncekine kıyasla daha fazla olmuştur (Grafik 1). Sağlanan likiditenin önemli bir bölümünün mevduat olarak ECB'ye geri dönmesine karşın, bölge bankalarının alternatif kaynak erişimlerinin kısıtlı olduğu düşünüldüğünde, operasyon başarılı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim operasyon sonrasında borç sorunu yaşayan ülkelerin tahvil getirilerinde gerçekleşen düşüş, borç sürdürülebilirliği tartışmalarının hafiflemesine katkıda bulunmuştur.

Grafik 1. Uzun Dönem Likidite Operasyonu ve Bankalar Mevduatı (Milyar Euro)



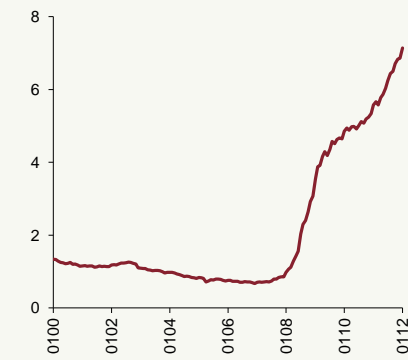
Grafik 2. Borç Sorunu Yaşayan Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleri ile Getiri Farkı (10 Yıl Vadeli, Yüzde)



Yunanistan'da giderek derinleşen borç çevrimi sorunu Mart ayında sonuca bağlanmıştır. Özel Sektör Katılım Anlaşması (Private Sector Involvement - PSI) çerçevesinde Yunanistan tahvil sahiplerinin yüzde 86'sı gönüllü borç takasına katılmayı kabul etmiş, hükümetin Ortak Eylem Koşulu'nu geriye dönük işletmesiyle borçların yüzde 96 oranında dönüşümü sağlanmıştır. Bu suretle, Yunanistan borç stokundaki düşüş yaklaşık 100 milyar euro tutarında olmuştur. Borç takasının tamamlanması ve istenen yapısal ve konjonktürel tedbirlerin parlamentoda onaylanmış olması nedeniyle AB ülkeleri ve IMF ülkeye 130 milyar euro tutarında yardım paketinin serbest bırakılması konusunda anlaşmaya varmıştır. Bu gelişmeler ışığında Yunanistan'ın 2012 yılında yüzde 189 civarında olması beklenen borç stoku/GSYİH oranının 2020 yılında yüzde 120 düzeyine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

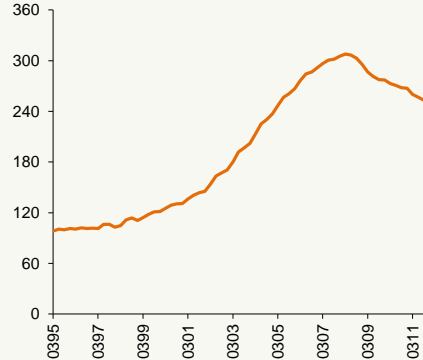
Borç takası ertesinde Yunanistan tahvillerinin getiri farkı hızla gerilerken, Portekiz, İtalya ve İspanya'da kamu borçlanma faizlerindeki artış bölgeye yönelik endişelerin canlanmasına neden olmuştur (Grafik 2). İspanya'da getiri farklarının yükselmesinde iktisadi faaliyetlerdeki daralma, işsizlik oranlarındaki artış ve bankacılık sektörüne ilişkin sorunlar belirleyici olurken, bu gelişmeler risk iştahını bozarak bölge dışı ülkeleri de etkilemiştir.

Grafik 3. İspanya'da Şüpheli Hale Gelmiş Kredilerin Toplam İçinde Payı (Yüzde)



Kaynak: İspanya Merkez Bankası.

Grafik 4. İspanya Konut Fiyatları Endeksi (Nominal, 1995=100)



Kaynak: İspanya Merkez Bankası.

İspanya'da işgücü piyasası katı bir yapı arz etmesine rağmen, toplam işgücünün yaklaşık üçte birini oluşturan geçici sözleşmeli çalışanların yaşadıkları ağır istihdam kayıpları işsizlik artışının en önemli kaynağıdır.³ İşgücü piyasasındaki sorunların yanı sıra, emlak sektöründe devam eden fiyat düşüşleri sorunlu kredilerin hızla yükselmesine neden olmakta ve bankacılık sektörünü olumsuz etkilemektedir (Grafik 3, Grafik 4). Sektörel olarak incelendiğinde, inşaat ve bağlantılı sektörlerin şüpheli hale gelen alacakların çok önemli bir kısmını oluşturdukları gözlenmektedir.

Önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi borç krizi kaynaklı gelişmelerin küresel risk iştahını belirleyen temel unsur olması beklenmektedir. Bu bağlamda, bölge ülkelerinin büyümelerinin, bütçe performanslarının ve işgücü piyasalarındaki gelişmelerin yakından izlenmesi büyük önem arz etmektedir. İspanya'daki iktisadi sorunların ağırlaşması ise kısa vadede en önemli risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

³ İspanya, OECD İstihdamı Koruma Katılığı Endeksi'nde OECD ortalamasının üzerinde değer almakta, dolayısıyla işgücü piyasası katı olarak değerlendirilmektedir. 1980'li yıllarda gerçekleştirilen reform programı çerçevesinde düzenlenen sözleşmeli çalışma koşulları uygulamasının işgücü piyasasında ikili bir yapı oluşturduğu gözlenmektedir. İşgücü piyasasındaki sözleşmelerin ortalama vadesinin bir yıldan kısa olduğu dikkate alındığında, talep daralmasının yaşandığı dönemlerde, sözleşmeli istihdamda gözlenen düşüşlerin oldukça hızlı ve derin olduğu görülmektedir. İspanya işgücü piyasasında hakim olan söz konusu yapı, ülkede işsizlik oranının diğer gelişmiş ülkelere kıyasla daha belirgin dalgalanmalar göstermesine neden olmaktadır.