

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet bir miktar ivme kaybetmiştir. Bu dönemde gelişmiş ülkeler daha olumlu bir büyüme performansı sergilemiş; gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı yavaşlamıştır. Gelişmiş ülkeler tarafında büyüme daha çok ABD, Japonya ve İngiltere kaynaklı gerçekleşmiş; Euro Bölgesi'nin iktisadi faaliyetindeki yavaşlama ise daha belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında Latin Amerika ülkeleri büyümeyi aşağı çekmiştir. Önümüzdeki dönemde, jeopolitik gelişmeler ve küresel ticarete belirgin ölçüde artan korumacılık söylemlerine bağlı olarak, küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskler daha belirgindir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, emtia fiyatları temel olarak ABD'nin ticaret ve dış politikası doğrultusunda şekillenmiştir. Anılan dönemde ham petrol fiyatları artarken; büyük oranda ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin etkisiyle diğer endüstriyel metal fiyatları düşmüştür. Yükselen petrol fiyatlarına bağlı olarak, gerek manşet gerekse çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında artmıştır. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, gerek ithalat talebini düşürücü etkisi gerekse küresel büyüme üzerindeki potansiyel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir.

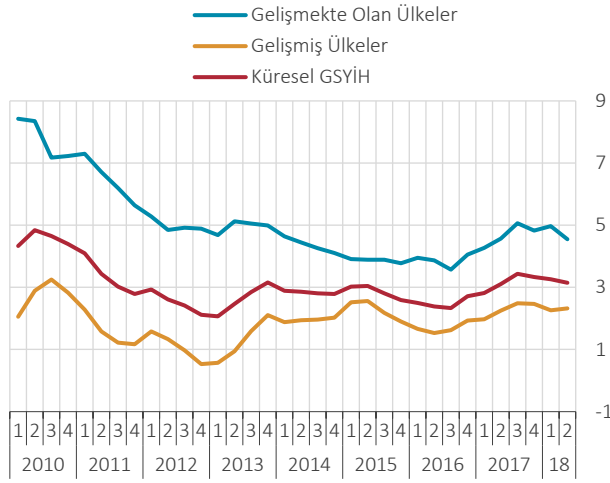
Küresel finansal koşullar bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sıkılaşmıştır. Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasındaki normalleşmenin etkileri uzun vadeli faizlerde daha net olarak gözlenmeye başlanmış; 10 yıllık tahvil getirileri geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne yaklaşık 10 baz puan artış kaydetmiştir. Gelişmiş ülkelerde artan getirilerin yanı sıra dış ticarete korumacı eğilimlerin de güçlenmesi gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına ve dolayısıyla yerel para birimlerinde değer kaybına yol açmıştır. Dolayısıyla, paralarının değerini korumak ve enflasyonist etkileri sınırlamak amacıyla bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları politika faizlerini artırmıştır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler tarafında da para politikası duruşu son dönemde belirgin biçimde sıkılaşmıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke merkez bankalarının para politikalarındaki sıkılaşmanın önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerde gözlenen finansal koşullardaki sıkılık, süregelen jeopolitik belirsizlikler ve dünya ticaretinde artan korumacılığın olası negatif etkileri gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel ekonomi politikalarının seyrine ilişkin belirsizlikler, küresel dış ticareti daraltıcı politikalar ve jeopolitik riskler küresel ekonominin büyüme potansiyelini sınırlamaktadır. Bu çerçevede, kırılma noktaları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği önem arz etmektedir.

### 2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu büyüme eğilimi yılın ikinci çeyreğinde bir miktar ivme kaybetmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). Bu dönemde, gelişmiş ülkeler daha olumlu bir büyüme performansı sergilerken, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı yavaşlamıştır. ABD, Japonya ve İngiltere gelişmiş ülkeler büyümesine en yüksek katkı veren ülkeler olurken, Euro Bölgesi'nin büyüme hızındaki yavaşlama daha belirgin hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise büyüme hızının yılın ikinci çeyreğinde genel olarak yavaşladığı görülmektedir (Grafik 2.1.2). Latin Amerika bölgesinde, büyüme hızı Brezilya ve Meksika'da azalırken, Arjantin'de iktisadi faaliyet daralmıştır.

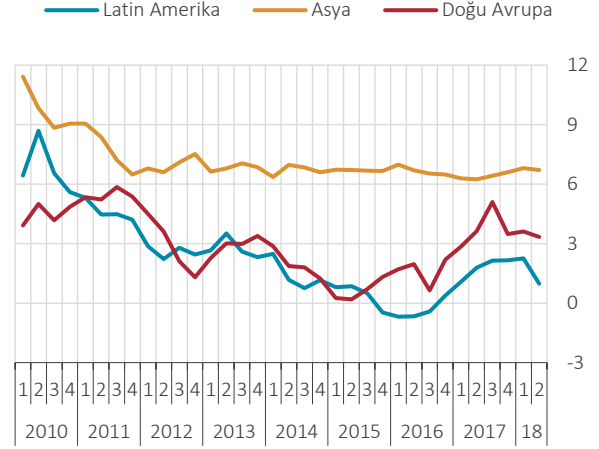
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları\* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları\* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

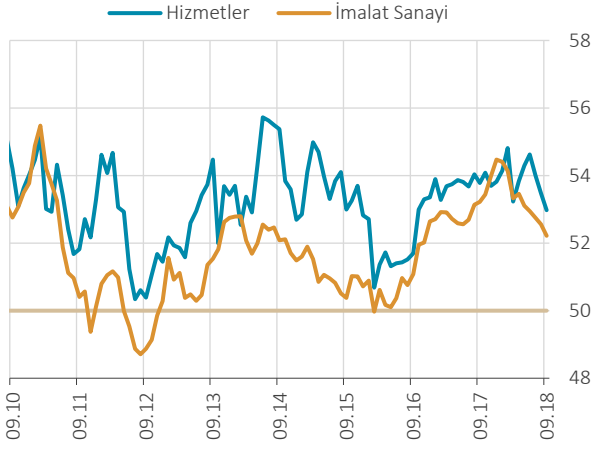
\* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin PMI verileri, yılın üçüncü çeyreğinde gerek imalat sanayi gerekse hizmetler sektörlerinde gerilemiştir (Grafik 2.1.3). Küresel PMI göstergelerindeki gerileme hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, küresel iktisadi faaliyetin yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha olumsuz bir büyüme performansı sergilediğine işaret etmektedir.

ABD imalat sanayi PMI göstergesi yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir (Grafik 2.1.4). Ancak, bu gelişmeye rağmen ABD ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,5 oranında büyümüştür. Anılan dönemde, işgücü piyasasındaki olumlu gelişmeler ile sanayi üretiminin hızlanarak büyümeye devam etmesi, bu gelişmede etkili olmuştur. Ayrıca, imalat sanayi PMI verisi Ekim ayında yılın üçüncü çeyreğine göre belirgin bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.1.4). Bu durum, ABD ekonomisinin büyüme performansının yılın son çeyreğinde de devam ettiğini göstermektedir.

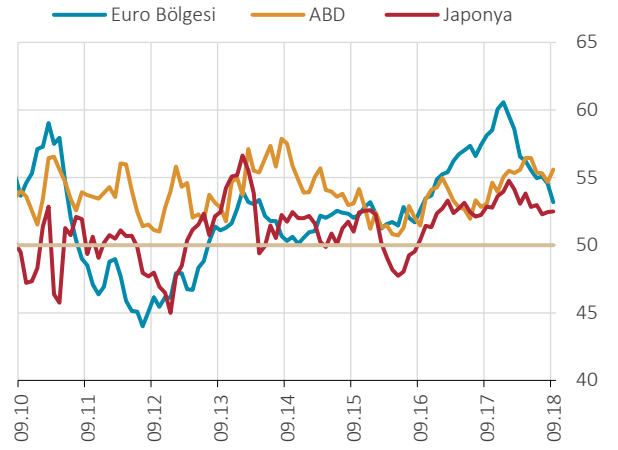
Euro Bölgesi'nde imalat sanayi PMI verileri yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde gerilemiştir (Grafik 2.1.4). PMI verileri Ekim ayında da gerilemeye devam etmiştir. Her ne kadar işsizlik oranındaki düşüş Temmuz ve Ağustos aylarında devam etse de, gerek İtalya ve Brexit kaynaklı siyasal belirsizlikler gerekse çelik ve alüminyum ihracatına ABD tarafından uygulanan gümrük tarifeleri, ekonomik büyümede gözlenen yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğü ve büyüme hızının bir miktar daha düşeceği beklentisini oluşturmaktadır. Sanayi üretiminin Temmuz ve Ağustos aylarında yıllık olarak son derece düşük oranlarda büyümesi, bahsi geçen beklentiyi desteklemektedir. Ayrıca, yılın ikinci çeyreğine ilişkin GSYİH verileri, ihracatın katkısının önceki dönemlere kıyasla belirgin bir şekilde azaldığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle ABD ile yaşanan ticaret sorunlarına ilişkin belirsizliklerin yılın geri kalanında da, ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Benzer şekilde Japonya imalat sanayi PMI göstergesinin yılın üçüncü çeyreğinde gerilmesi ve sanayi üretimi yıllık büyüme oranının Temmuz ve Ağustos aylarında düşük seviyelerde gerçekleşmesi, büyüme hızının anılan dönemde düşerek önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşebileceğine işaret etmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

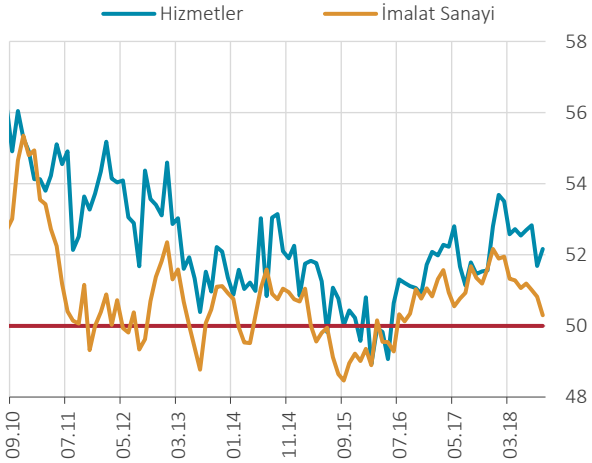
Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI



Kaynak: IHS Markit.

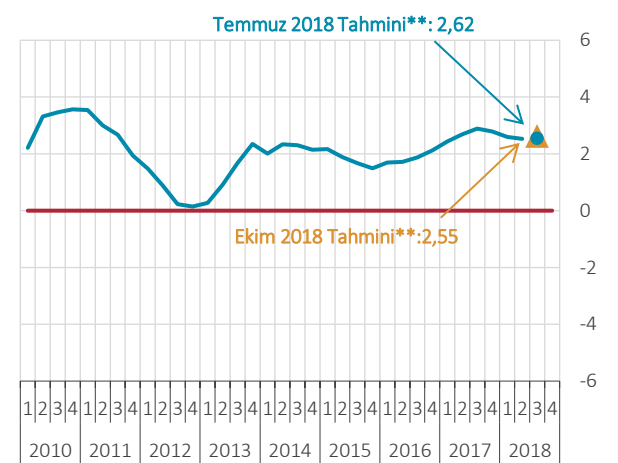
Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayi ve hizmetler PMI göstergeleri, yılın üçüncü çeyreğinde düşmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, finansal çalkantı yaşayan ülkeler başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin genelinde PMI göstergeleri bozulmuştur. Anılan dönemde, ABD'nin, başta Çin'den yapılan ithalat olmak üzere, uygulamaya koyduğu ek gümrük vergileri küresel ticareti kısıtlayıcı politikaların güçleneceğine ilişkin beklentilerin artmasına yol açmıştır. Yine bu dönemde, başta makroekonomik dengeleri zayıf olan ülkeler olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları devam etmiştir. Ayrıca, emtia fiyatlarında süregelen yükseliş eğilimi, emtia ihracatçısı olmayan gelişmekte olan ülkeler için büyüme görünümünü olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmaktadır. Tüm bu nedenlerden dolayı, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde görülen yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiği tahmin edilmektedir.

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi\* (Yıllık Ortalama % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Toplulaştırma yapılrken ülkeler, Türkiye'nin ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.

\*\* 2018 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Sonuç olarak, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel büyüme görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar daha olumsuz döndüğünü ve büyüme hızının özellikle gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak bir önceki döneme kıyasla daha düşük bir seviyede gerçekleştiğini söylemek mümkündür. Yılın son çeyreği için de benzer bir büyüme performansı öngörülmektedir. Nitekim, 2018 yılına ilişkin Ekim ayında yayımlanan Consensus Forecasts büyüme tahminleri, Euro Bölgesi ile Latin Amerika ve Doğu

Avrupa'daki gelişmekte olan ülkeler için, bir önceki Rapor dönemine göre, sınırlı bir miktar da olsa, aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). IMF tarafından Ekim ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda da 2018 yılı büyüme tahminleri, Euro Bölgesi ve gelişmekte olan ülkeler için aşağı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu aşağı yönlü güncellemelere karşın, ülkelerin Türkiye'nin toplam ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılan ve Ekim ayı Consensus Forecasts tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinin 2018 yılsonuna ilişkin büyüme hızı bir önceki rapor döneminden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Grafik 2.1.6). Bu çerçevede, Türkiye'nin dış talebindeki olumlu görünümün devam devam ettiğini söylemek mümkündür.

**Tablo 2.1.1: 2018 ve 2019 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)**

	Temmuz		Ekim	
	2018	2019	2018	2019
Dünya	3,3	3,2	3,2	3,1
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>				
ABD	2,9	2,6	2,9	2,6
Euro Bölgesi	2,2	1,8	2,0	1,8
Almanya	2,0	1,7	1,9	1,7
Fransa	1,8	1,8	1,6	1,6
İtalya	1,2	1,1	1,1	1,1
İspanya	2,8	2,3	2,7	2,2
Japonya	1,1	1,1	1,1	1,2
İngiltere	1,3	1,5	1,3	1,5
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>				
Asya Pasifik	5,9	5,7	5,9	5,6
Çin	6,6	6,4	6,6	6,3
Hindistan	7,4	7,5	7,4	7,5
Latin Amerika	2,0	2,5	1,4	2,1
Brezilya	1,7	2,6	1,3	2,4
Doğu Avrupa	3,2	2,8	3,1	2,2
Rusya	1,8	1,8	1,8	1,6

Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

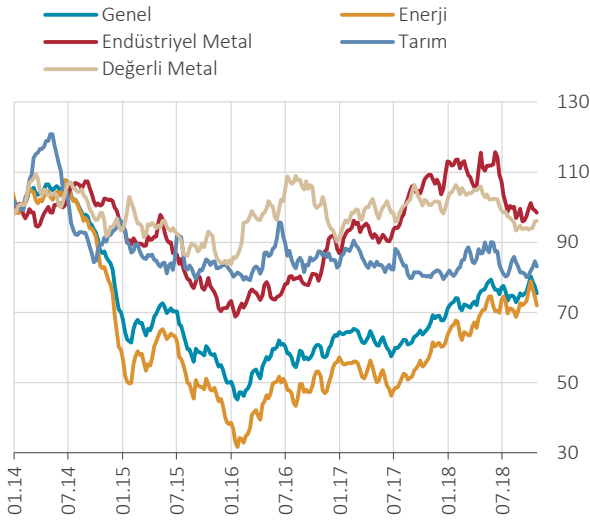
Emtia genel endeksindeki yükseliş eğilimi 2018 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiş ve bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23,5 oranında artış kaydetmiştir. Bu dönemde, tüm alt gruplarda artış gözlenirken; enerji fiyatları endeksi, genel fiyat endeksindeki yükselişin temel belirleyicisi olmayı sürdürmüştür. Buna göre üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre enerji fiyatları yüzde 40,7 artış gösterirken; endüstriyel metal fiyatları yüzde 4,4 ve tarım fiyatları yüzde 0,4 oranında yükselmiş; değerli metal fiyatları ise yüzde 3,7 oranında gerilemiştir (Grafik 2.2.1).

Söz konusu dönemde, emtia fiyatları temel olarak ABD'nin ticaret ve dış politikası doğrultusunda şekillenmiştir. Bu durum, bir önceki çeyreğe göre ham petrol fiyatlarını yükseltirken, diğer endüstriyel metal fiyatları üzerinde azaltıcı etki yaratmıştır. ABD kaya petrolü üretimindeki artışın devam etmesi ham petrol arzını artıran en önemli faktör olmaya devam ederken; Venezuela'da politik gelişmeler sebebiyle düşen üretim, İran'a uygulanacak ambargo ve Libya'da sıklıkla yaşanan üretim kesintileri nedeniyle petrol

fiyatlarında gözlenen yukarı yönlü fiyat eğilimi gücünü korumuştur. Söz konusu dönemde yaşanan arz kayıpları, Suudi Arabistan ve Irak'taki üretim artışları ile bir ölçüde karşılanabilmiştir.

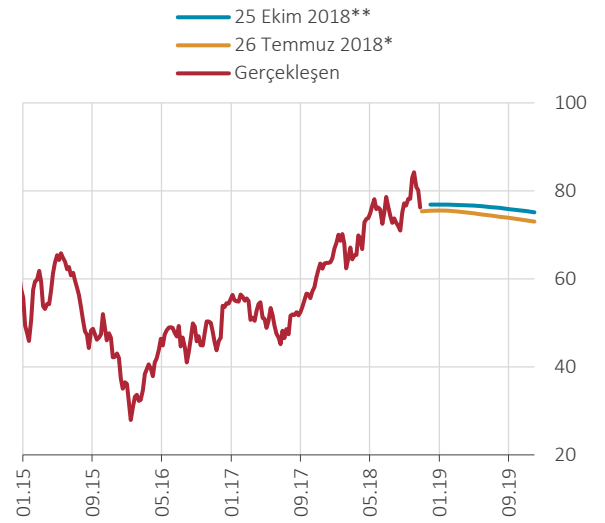
ABD ve Çin arasındaki dış ticaret geriliminin etkisiyle, endüstriyel metal talebinde büyük oranlı bir düşüş olacağı varsayımı fiyatlara hızla yansırken, arz tarafındaki büyük miktarda gerilemelerin yarattığı fiyat baskıları belirginleşmemiştir. Buna karşın, özellikle alüminyum ve bakır piyasalarında üretimin yavaşlaması ve stokların hızla erimesi önümüzdeki dönemde arz yönlü fiyat baskılarının daha belirgin şekilde hissedilebileceğine işaret etmektedir. Öte yandan, ABD Merkez Bankası'nın faiz artışlarını kararlılıkla sürdürmesi, yılın üçüncü çeyreğinde de ABD dolarının güçlenmesine ve ABD tahvillerinin getirilerinin artmasına yol açarken, küresel belirsizliğin oldukça yüksek olduğu bir dönemde altın fiyatlarında gözlenmesi beklenen yukarı yönlü hareketleri tersine çevirmiştir.

**Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)**



Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)**



Kaynak: Bloomberg.

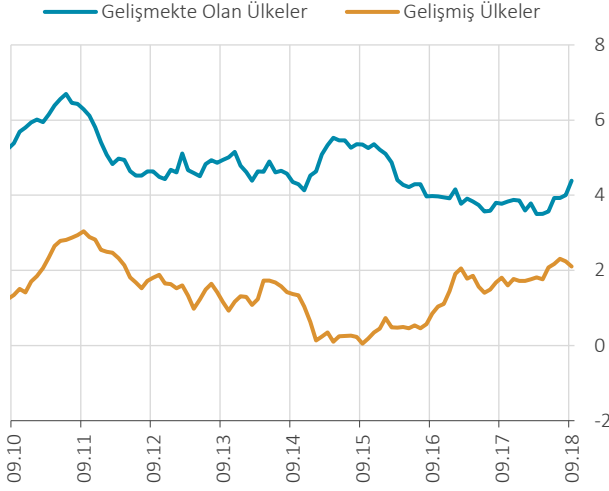
\*1-26 Temmuz 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

\*\*1-25 Ekim 2018 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, ithalat talebini azaltıcı etkisinin yanı sıra küresel büyüme üzerindeki potansiyel olumsuz etkisi nedeniyle de emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. İlaveten, gelişmekte olan ülke para birimlerinde gözlenen olumsuz gelişmelerin de ham petrol talebinde düşüşe yol açarak ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü harekete neden olacağı değerlendirilmektedir. Bir önceki Rapor döneminde ABD kaya petrolü üretiminde ortaya çıktığı belirtilen alt yapı sorunlarının büyük ölçüde çözülmesiyle, ABD üretiminin de fiyatlar üzerinde aşağı yönlü ek unsur olacağı tahmin edilmektedir. Buna karşın, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler dolayısıyla ortaya çıkan üretim kayıplarının dengelenememesi, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk unsuru olmaya devam etmektedir. Bu bağlamda, vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2018 yılı sonunda 77 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

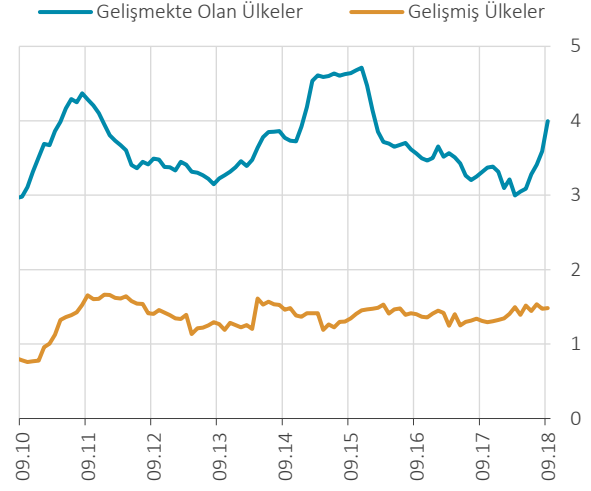
Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, yükselen ham petrol fiyatları yanında bazı gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde gözlenen değer kayıplarına bağlı olarak, gerek manşet gerekse çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gruplarında artmıştır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). 2018 yılına ilişkin enflasyon beklentileri ise, bazı gelişmekte olan ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Gelişmekte olan ülkeler tarafında Arjantin ve Türkiye'nin yerel para birimleri dolar karşısında, yüksek dış borçluluk ve ülkelere özgü koşullar nedeniyle, diğer ülkelere kıyasla daha fazla değer kaybetmiştir. Takip eden dönemde her iki ülkenin de enflasyon oranlarında artış gözlenmiş ve enflasyonla mücadele için önemli adımlar atılmıştır. Haziran ayında Arjantin ile IMF arasında imzalanan, enflasyonu düşürmeyi amaçlayan, üç yıllık stand-by antlaşmasının koşulları Eylül ayında değiştirilmiştir. Bu anlaşma çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi yerine para arzı kontrolü rejimi ile Arjantin'de enflasyonun kontrol altına alınması hedeflenmiştir. Söz konusu antlaşmanın sürdürülebilirliği önündeki başlıca riskler ise Arjantin pesosunun aşırı değer kaybetmesi ve genel seçim sonuçları olarak görülmektedir.

Gelişmiş ülkeler tarafında, ABD'de düşük verimlilik artışları ve emek piyasasında atıl istihdam oranının küresel kriz öncesindeki düzeyinin üzerinde seyretmesinin, işsizlik oranı tarihsel düşük düzeye gerilemesine rağmen ücretlerde yüksek oranlı artış görülmemesinde etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, ankete dayalı ve finansal piyasa verilerinden elde edilen enflasyon beklentileri yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında seyretmektedir. Bu gelişmelere karşılık son dönemde artmaya devam eden ham petrol fiyatları, manşet enflasyonunu çekirdek enflasyon göstergelerine göre bir miktar daha yükseltmiştir. Euro Bölgesi için, vadeli petrol fiyatları kullanılarak oluşturulan enflasyon tahminleri, tüketici enflasyonunun 2018 ve 2019 yıllarında yüzde 2 civarında seyretmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Japonya'da ise manşet ve çekirdek enflasyon oranı yüzde 2'nin altında olup enflasyon beklentilerinde değişim gözlenmemektedir. Öte yandan İngiltere'de, geçmişte Brexit sürecine ilişkin haberlere tepki veren İngiliz sterlini ve artan petrol fiyatları, tüketici enflasyon oranını yüzde 2'lik hedefin üzerine taşımıştır.

Tablo 2.2.1: 2018 ve 2019 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Temmuz		Ekim	
	2018	2019	2018	2019
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>				
ABD	2,5	2,2	2,5	2,3
Euro Bölgesi	1,7	1,6	1,7	1,7
Almanya	1,9	1,9	1,9	1,9
Fransa	1,8	1,6	2,0	1,6
İtalya	1,2	1,4	1,3	1,4
İspanya	1,8	1,7	1,8	1,6
Yunanistan*	0,8	1,1	0,8	1,1
İngiltere	2,5	2,1	2,5	2,2
Japonya	1,0	1,1	0,9	1,1
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>				
Asya Pasifik (Japonya hariç)	2,5	2,5	2,4	2,6
Çin	2,2	2,3	2,1	2,3
Hindistan**	4,9	4,8	4,7	4,9
Latin Amerika (Venezuela hariç)	7,3	6,0	9,5	6,9
Brezilya*	4,1	4,2	4,3	4,2
Doğu Avrupa	5,5	5,3	6,2	7,0
Rusya*	3,6	4,1	3,7	4,5

Kaynak: Consensus Forecasts.

\* Yıllık yüzde değişim.

\*\* Hesaplamalar mali yıl içindir.

Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyona ilişkin riskler yukarı yönlüdür. Fed'in beklentiler paralelinde gerçekleşen para politikası normalleşmesine ilaveten genişletici maliye politikalarına da bağlı olarak son dönemde bazı gelişmekte olan ülke yerel para birimlerinde gözlenen değer kayıplarının devam etmesi durumunda ilgili ülkelerde enflasyon hızlanabilecektir. Ayrıca Ortadoğu'daki jeopolitik gelişmeler nedeniyle ham petrol fiyatlarındaki artışın sürmesi, küresel enflasyon üzerindeki yukarı yönlü bir diğer risk unsurudur. Bunun yanında, ABD ve Çin arasında karşılıklı olarak dış ticarete korumacı adımların atılması, ilgili ülkelerin dışa açıklık durumlarına ve söz konusu adımların, boyutuna ve yürürlükte kalma süresine bağlı olarak, enflasyonlarında hızlanmaya yol açabileceği not edilmelidir.

## 2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

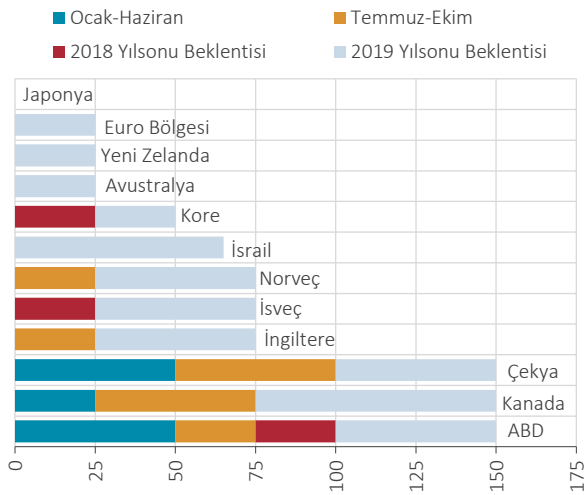
Temmuz – Ekim döneminde gelişmiş ülkelerin para politikasındaki kademeli normalleşme devam etmiştir. Fed beklentiler dahilinde yılın üçüncü faiz artışını yapmış ve bilanço küçültme programını sürdürmüştür. Aralık ayında yapılması beklenen dördüncü artış da piyasalar tarafından büyük ölçüde fiyatlanmıştır. Para politikasındaki normalleşmenin etkileri uzun vadeli faizlerde daha net olarak gözlenmeye başlanmıştır. Buna ilaveten, Fed'in Eylül ayı toplantısında medyan politika faizi beklentileri değişmemiştir. Bu durum normalleşmenin planlanan şekilde devam ettiğine işaret etmektedir.

ECB para politikası duruşunu korumuş, geleceğe yönelik sözle yönlendirme ifadelerinde de değişikliğe gitmemiştir. Diğer taraftan, İngiltere Merkez Bankası Ağustos ayı toplantısında faiz artırmıştır. Avrupa Birliği'nden ayrılma sürecine ilişkin belirsizlik devam ederken, bu durum ekonomik verilerde dalgalanmaya yol açmaktadır. Bloomberg Anketi medyan beklentileri, Banka'nın 2019 yılında iki kez daha faiz artıracığı yönündedir.

Norveç, Çekya ve Kanada merkez bankaları da Temmuz-Ekim döneminde sıkılaştırma süreçlerini devam ettirmiştir. 2019 yılında daha çok sayıda merkez bankasının sıkılaştırmaya gitmesi beklenmektedir (Grafik 2.3.1).

Yakın döneme kadar daha heterojen bir görünüm sunan gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşu ise son dönemde belirgin biçimde sıkılaştırma eğilimine girmiştir. Gerek küresel ticarete korumacı eğilimlerde güçlenme gerekse gelişmiş ülke getirilerindeki artışlar, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına yol açmış ve döviz kurlarını baskı altına almıştır. Rusya, Hindistan, Filipinler, Şili ve Endonezya merkez bankaları Temmuz-Ekim döneminde, yerel paralarının değerini korumak ve enflasyonist etkileri sınırlamak amacıyla politika faizlerini artırmıştır. Beklentiler, yılın geri kalan bölümünde ve 2019 yılında sıkılaştırma eğiliminin devam edeceği doğrultusundadır (Grafik 2.3.2).

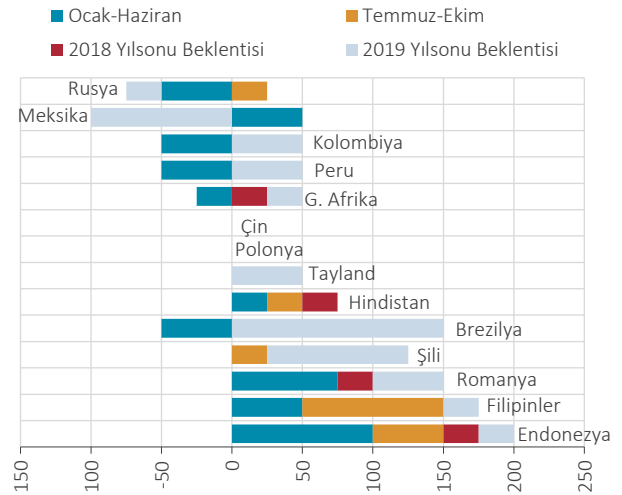
**Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2019\*** (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

\* Gerçekleşmeler 26 Ekim 2018 itibarıyladır.

**Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2019\*** (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

\* Gerçekleşmeler 26 Ekim 2018 itibarıyladır.

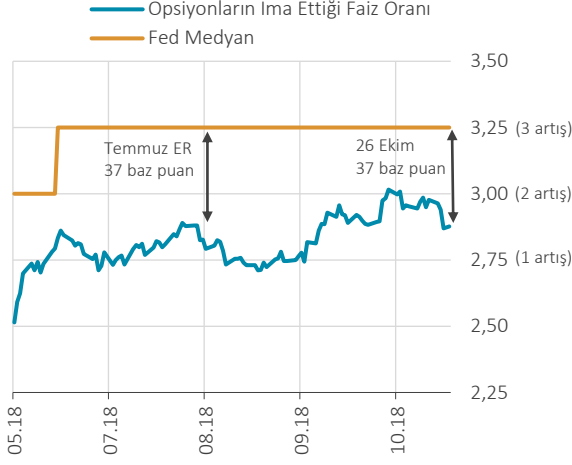
Yılın ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkeler para politikasındaki normalleşme süreçlerinin gelişmekte olan ülkelere etkileri daha belirgin biçimde ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle ABD’de tahvil getirilerinde artışlar gözlenmiştir. Bu artışların bir kısmı Ekim ayı sonlarına doğru geri alınmakla birlikte ABD 10 yıllık tahvil getirileri 26 Ekim tarihi itibarıyla geçtiğimiz rapor döneminin yaklaşık 10 baz puan üzerindedir. Hedeflere yaklaşan enflasyon ve olumlu seyreden işgücü piyasaları gelişmiş ülke merkez bankalarını normalleşme konusunda desteklemektedir. Bununla birlikte, sıkılaştırmanın özellikle geçmiş sıkılaştırma süreçleri ile kıyaslandığında daha yavaş, kademeli ve temkinli sürdüğünü söylemek mümkündür.

Merkez bankaları ve anket verilerinin işaret ettiği muhtemel sıkılaştırma senaryoları fiyatlara henüz tam olarak yansımamıştır. Fed’in 2019 yılında öngördüğü üç faiz artışına karşın, piyasanın fiyatladığı faiz artışı sayısı geçen rapor dönemi ile aynı düzeyde ve ikinin altındadır (Grafik 2.3.3). 2019 yılı için faiz artış beklentileri Ekim ayı ortalarında en yüksek düzeye ulaştıktan sonra yaklaşan ABD seçimlerinin neden olduğu belirsizliğin fiyatlanması ile bir miktar gevşemiştir. ECB için de 2019 yılı faiz artış olasılıkları benzer bir patika izlemiş ancak Ekim ayı ikinci yarısındaki düşüş daha keskin olmuştur. Bu düşüşle birlikte fiyatlanan faiz seviyesi geçtiğimiz rapor döneminin altına gerilemiştir (Grafik 2.3.4). Euro Bölgesi’nde, ücretler ve enerji fiyatları nedeniyle enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskının sürmesine karşın büyümenin son dönemde yavaşlaması, faiz artışı kararını zorlaştırmaktadır. İtalya ile ilgili belirsizliğin artması da faiz artışı beklentilerinin düşmesinde rol oynamıştır.



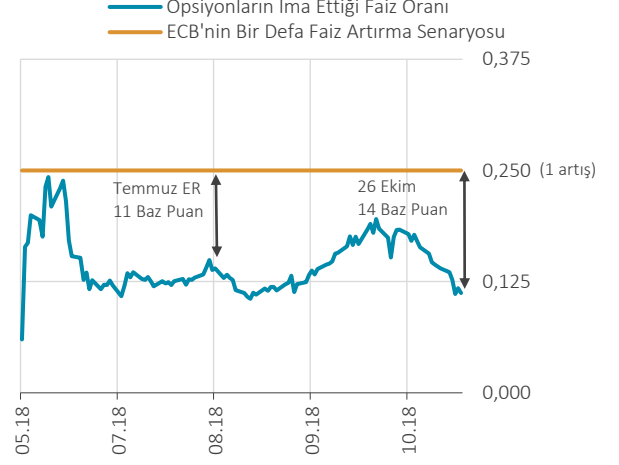
Son dönemde artan belirsizliğe rağmen, ABD’de büyüme eğilimin sürmesi ve Fed’in normalleşmeyi planlandığı şekilde sürdürmesi olası görülmektedir. Bu çerçevede, özellikle Fed faiz artışlarının, getiriler üzerinde daha fazla etki yapma potansiyeline sahip olduğu değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.3.3: 2019 Yılı için Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (% , Üst Bant)**



Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.3.4: 2019 Yılı için Opsiyonların İma Ettiği ECB Politika Faizi (%)**

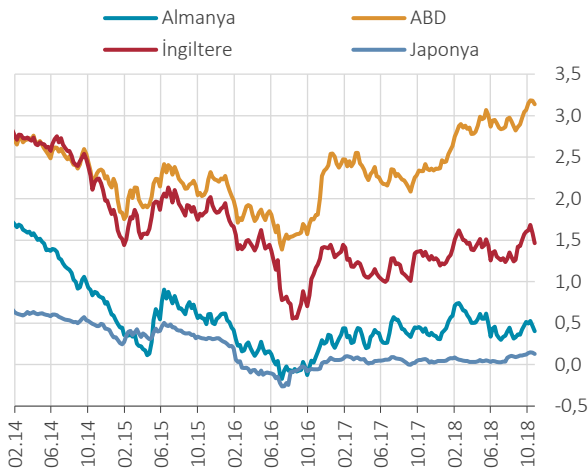


Kaynak: Bloomberg.

## 2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

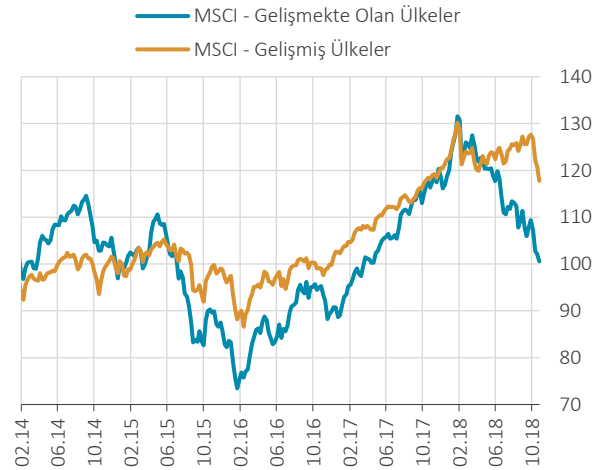
Fed ve ECB'nin sıkılaşma eğiliminin devam edeceğine dair beklentiler 2018 yılının üçüncü çeyreğinde de güçlü seyretmiş; buna paralel olarak gelişmiş ülke tahvil faizlerinde yükseliş gözlenmiştir (Grafik 2.4.1). Ticarete korumacılık eğilimindeki artış, küresel büyüme beklentilerinde aşağı yönlü revizyonlara neden olurken, ticaret hacimlerindeki azalmanın başta ihracat ağırlıklı şirketler olmak üzere şirket karlılıkları üzerinde baskı oluşturacağı beklentisiyle gelişmekte olan ülke hisse senetlerinde değer kayıpları devam etmiştir. Eylül ayı sonuna kadar artış eğilimini koruyan gelişmiş ülke hisse senetleri ise artan tahvil getirilerine paralel olarak bir miktar geri çekilmiştir (Grafik 2.4.2).

**Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

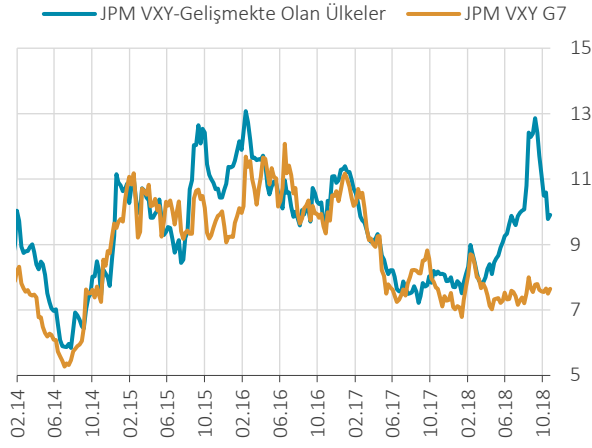
**Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)**



Kaynak: Bloomberg.

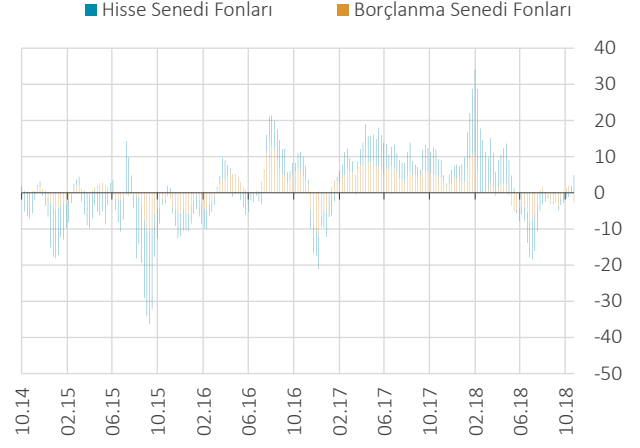
Gelişmiş ülkelerdeki sıkılaşma eğiliminin sürmesine ve yükselen tahvil getirilerine ek olarak ticarete korumacılık önlemlerinin kapsamının genişlemesi; İngiltere ve AB'nin Brexit sonrası dönem için henüz kesin anlaşmaya varmaması; İtalya'nın kamu borç stoğunu artıracığına dair endişeler ve İran'a yönelik uygulanacak yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının düşük kalmasına neden olan başlıca unsurlar olarak görülmektedir (Grafik 2.4.3).

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

Risk iştahının düşmesi ve makroekonomik temelleri görece daha kırılgan gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal bozulma, 2018 yılı ikinci çeyreğinde bahsi geçen ülke grubundan büyük miktarda portföy çıkışlarına neden olmuştur. Söz konusu eğilim, bir miktar yavaşlamakla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 2.4.4). Bununla birlikte, Eylül ayıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının oldukça zayıf olmakla birlikte bir miktar istikrar kazandığı ve Eylül ayının son haftasından itibaren borçlanma senedi piyasalarına girişlerin görülmeye başladığı not edilmelidir.

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
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7

Kaynak: EPFR.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarına bölgesel olarak bakıldığında, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, tüm bölgelerde, gerek borçlanma gerekse hisse senedi piyasalarından portföy çıkışları devam etmiştir (Tablo 2.4.1). Söz konusu dönemde, Arjantin, Brezilya, Güney Afrika ve Türkiye gibi finansal ve makroekonomik kırılganlıkları görece yüksek olan ülkelerin portföy hareketleri üzerinde daha olumsuz etkiler izlenirken, Çin'e yönelen portföy hareketlerinin ise söz konusu ülkelere kıyasla olumlu bir görünüm sergilediği gözlenmiştir.

Gelişmiş ülkeler finansal koşullarında sıkılaştırmanın sürececek olması, jeopolitik belirsizlikler ve dünya ticaretinde artan korumacılığın olası negatif etkileri, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında halihazırda gözlenen zayıf seyrin önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir. Bunun yanında portföy hareketlerinin arkasında yatan yatırımcı davranışında gözlenen değişim gelişmekte olan ülkelerde olası küresel şoklara hassasiyeti artırmaktadır (Kutu 2.1).

## Kutu 2.1

### Küresel Yatırımcı Davranışlarında Son Dönemde Meydana Gelen Değişimler

Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde uygulanan genişlemeci likidite politikaları sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları önemli ölçüde hız kazanmıştır. Küresel fonların varlığı, gelişmekte olan ülkelere yatırım ve büyümeyi destekleyebilmekte, yurtiçi finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunabilmektedir. Ancak, küresel fon hareketleri varlık piyasalarındaki oynaklığı artırarak, bilanço kanalıyla, ekonomideki canlanma ve daralma dönemlerinin derinleşmesine de yol açabilmektedir. Nitekim, 22 Mayıs 2013'te yapılan "taper talk"<sup>1</sup> sonrasında gelişmekte olan ülkelere yüklü miktarda portföy çıkışı gerçekleşmiş; söz konusu ülkelerin yerel para birimleri değer kaybetmiş ve firmaların finansman riski artmıştır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelere reel sektörün tahvil finansmanındaki artış da göz önüne alındığında portföy hareketlerinin arkasında yatan yatırımcı davranışını anlamak önem kazanmıştır.

Sermaye akımlarının dalgalı ve döngüsel niteliklerinin, hacimlerinin büyüklüğüyle birleştiğinde, politika yapıcılar tarafından dikkatle takip edilmesi gerekmektedir. Literatür, sermaye akımlarının türlerine göre farklı davranışlar sergileyerek politika yapıcılar için farklı endişe kaynakları oluşturabildiğine işaret etmektedir. Sözgelimi, portföy akımları içerisinde tahvil piyasasına yönelik akımların hisse senetlerine kıyasla daha fazla kırılabilirliğe yol açma potansiyeli olduğu değerlendirilmektedir. Tahvil piyasasına yönelik akımlar içerisinde de yabancı ve yerli para cinsi ayrımı önem kazanmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanma miktarının artması, ülkenin rezervlerine ve politikalarının güvenilirliğine bağlı olmakla birlikte, daha yüksek bir kur ve borç krizi olasılığına işaret edebilmektedir. Geçtiğimiz on yılda, gelişmekte olan ülkelere yerli para cinsi borçlanma enstrümanları geliştirmeye yönelik önemli adımlar atılmış ve neticesinde yabancı para cinsi borçlanma önemli oranda düşmüştür. Ne var ki, halen gelişmekte olan ülkelere firmaların borçlanma senetlerinin yaklaşık üçte biri kadarının yabancı para cinsinden olması konunun hassasiyetini gündemde tutmaktadır. Dikkate alınması gereken bir diğer nokta ise borçlanma senetlerinin vadesidir. Kısa vadeli borçlanma araçları genel olarak daha riskli kabul edilmekte ve prensip olarak uzun vadeli ile ülkenin temelleri ile daha uyumlu hareket ettiği değerlendirilmektedir.

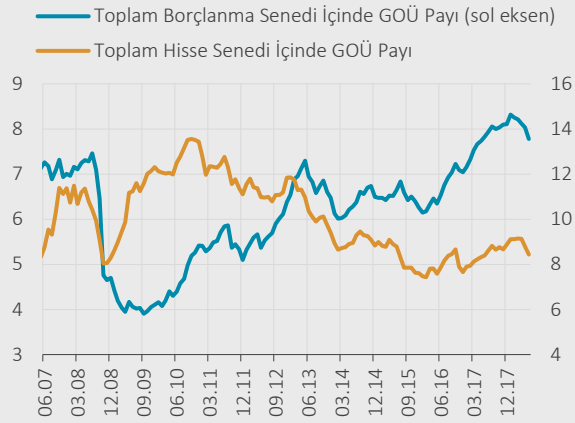
Portföy akımlarına mikro açıdan bakıldığında ise yatırımcı türünün önemli bir ayrım olarak kabul edildiği görülmektedir. Yurtiçi yerleşik olmayan yatırımcılar içerisinde kurumsal yatırımcılar perakende olanlardan farklı stratejiler izleyebilmekte, bu da yerel ve küresel şoklara farklı tepkileri gerekli kılabilir. Sözgelimi, kurumsal yatırımcılar arasında "referans alma" (benchmarking) eğiliminin artması, ülkelerdeki varlık fiyatlarının birlikte hareket etme olasılığını artırarak, ülkenin dışsal şoklara olan duyarlılığını yükseltebilmektedir. Buna ilaveten, yurt dışı yerleşiklerin küresel şoklara, yurt içi yerleşiklerin ise yerel şoklara tepki verme olasılığı daha yüksektir. Bu bağlamda, yapılan son çalışmalarda, küresel piyasalarla bütünleşmiş ekonomilerde yerel yatırımcıların finansal piyasalardaki dengeleyici rolü vurgulanmaktadır.

<sup>1</sup> Bu konuşmada, dönemin Amerikan Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, miktarsal genişleme programının kademeli olarak sonlandırılacağına dair ilk kez sinyal vermiştir.

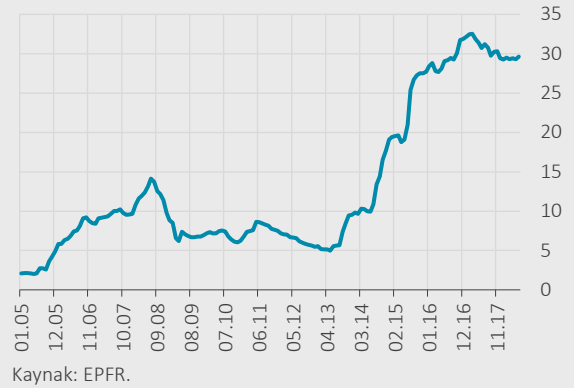
## Yatırımcı Davranışındaki Değişime İlişkin Olarak Veri Ne Söylüyor?

“Taper talk” un yapıldığı Mayıs 2013 sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının kompozisyonunda belirgin bir değişim meydana gelmiştir. EPFR<sup>2</sup> tarafından açıklanan portföy akımları verilerine baktığımızda, hisse senedinden borçlanma senedine doğru belirgin bir yönelme olduğu görülmektedir. Geçtiğimiz on yıl boyunca, küresel portföy yatırımcılarının gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarındaki varlığı giderek artmış ve gelişmekte olan ülke tahvillerinin küresel tahvil fonları içerisindeki payı yaklaşık iki katına çıkmıştır (Grafik 2.a). Söz konusu tahvillerin vadesi ise, Mayıs 2013 sonrasında, önemli ölçüde kısa vadeye doğru kaymıştır (Grafik 2.b).

**Grafik 2.a: GOÜ’lerin Toplam Borçlanma ve Hisse Senedi İçindeki Payı**

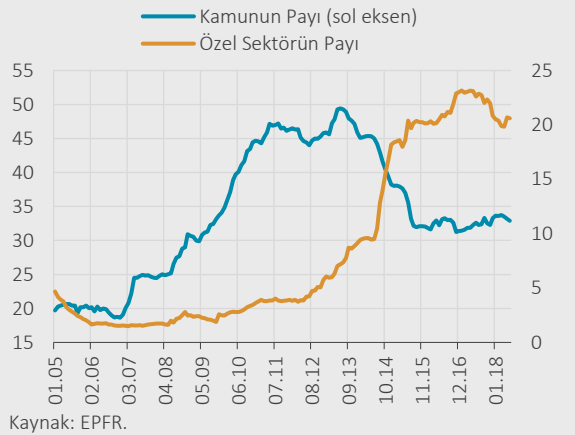


**Grafik 2.b: GOÜ’lere Yönelen Borçlanma Senetlerinde Kısa Vadenin Payı**

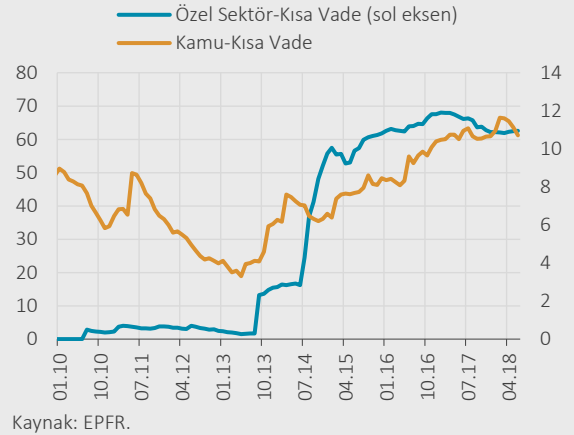


Bu dönemde devlet tahvillerinden özel sektör tahvillerine doğru da dikkate değer bir rotasyon olduğu görülmektedir (Grafik 2.c). Özel sektör tahvillerinin toplam gelişmekte olan ülke tahvilleri içerisindeki payı 2009 yılı sonunda yüzde 2,5 iken; halihazırda yüzde 20’ler civarında seyretmektedir. Aynı zamanda bahsi geçen tahvillerin vadesi de kısalmıştır (Grafik 2.d).

**Grafik 2.c: GOÜ Borçlanma Senetlerinin İhrac Edene Göre Kırılımı**



**Grafik 2.d: Kısa Vadeli Borçlanma Senetlerinin Sektörel Kırılımı**

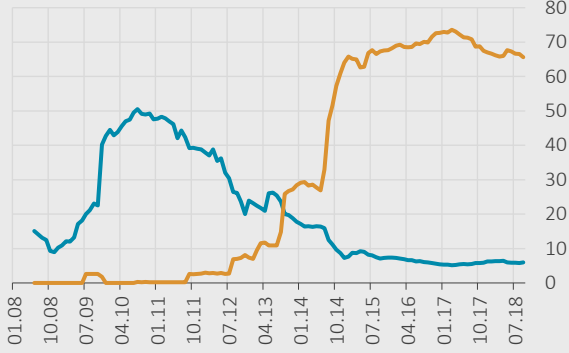


<sup>2</sup> Emerging Portfolio Fund Research, Inc.

Özel sektör tahvillerine belirgin bir yönelme olmasına karşın varlık tahsisinin daha güvenli menkul kıymetlere yönelmiş olduğu görülmektedir (Grafik 2.e). Daha yüksek yatırım notu olan özel sektör tahvillerinin toplam içerisindeki payı 2010 yılında yüzde 0,5 iken, halihazırda yüzde 70 civarlarındadır. Bu bağlamda, küresel finansal krizin hemen sonrasında “yüksek getiri” arayışıyla hareket eden yatırımcıların bu motivasyonlarının “taper talk” sonrası dönemde önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. Buna paralel olarak, 2013 yılının ikinci yarısından sonra ülkeye özgü faktörlerin yatırımcı kararlarında daha belirleyici olduğunu söylemek mümkündür. Son olarak, gelişmekte olan ülke varlıklarında yatırımcı türüne baktığımızda, kurumsal yatırımcıların giderek payını artırdığı, buna karşın perakende yatırımcıların payında istikrarlı bir azalış eğilimi olduğu görülmektedir (Grafik 2.f).

**Grafik 2.e: GOÜ Özel Sektör Borçlanma Senetlerinin Riskliliği**

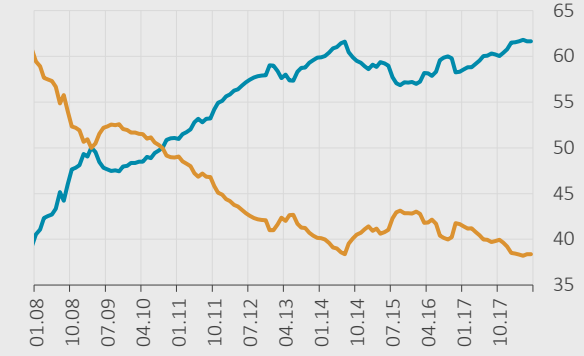
— Toplam Özel Sektör Tahvilleri İçinde Yüksek Getiri (BB+ ve aşağısı) Payı  
— Toplam Özel Sektör Tahvilleri İçinde BBB- ve Yukarısının Payı



Kaynak: EPFR.

**Grafik 2.f: GOÜ'lere Yönelen Portföy Akımlarının Yatırımcı Kırılımı**

— Kurumsal Yatırımcının Toplam İçindeki Payı  
— Perakende Yatırımcının Toplam İçindeki Payı



Kaynak: EPFR.

Özetle, varlığın cinsi, sektörel kırılımı, vadesi, yatırımcısı gibi alt ayrımlara bakıldığında, gelişmekte olan ülkelere yönelen yatırımcıların tercihlerinde hisse senedinden tahvile, kamudan özel sektöre, uzun vadeden kısa vadeye doğru belirgin bir yönelme olmuştur. Buna ilaveten, kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülke varlıklarına daha çok yönelmeye başladığı ve perakende yatırımcıların payının azaldığı görülmektedir. Bu durum, küresel likiditenin azalmasıyla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde küresel şoklara olan hassasiyetin artabileceğine işaret etmektedir. Bu noktada, bir ekonominin dış finansman şoklarına karşı direncini arttırmak için sağlam bir makroekonomik çerçevenin yanı sıra ülke ekonomisinin kendine has dinamiklerine uygun makro ihtiyati politikaların tasarlanması ve uygulanması tamamlayıcı nitelikte olmaktadır. Ayrıca, yatırımcının ekonomiye dair uzun vadeli bir bakış açısı oluşturabilmesine olanak tanıyan iletişim stratejilerinin geliştirilmesi de oldukça önem kazanmaktadır.