

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Son üç aylık dönemde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı önemli ölçüde yavaşlamış, bu gelişmeye paralel olarak, 2011 ve 2012 yıllarına ait küresel büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel büyüme tahminlerindeki düşüşün büyük ölçüde gelişmiş ülkelerden kaynaklandığı, gelişmekte olan ülkelere ilişkin tahminlerdeki aşağı yönlü güncellemelerin daha sınırlı kaldığı dikkat çekmektedir.

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne geçen süre zarfında Euro Bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin yoğunlaşması ve sorunların bölge bankacılık sektörüne sirayet etmesi güven kaybını beraberinde getirmiştir. Bu durum nihai harcamaların ertelenmesine neden olarak iktisadi faaliyet üzerinde baskı oluşturmaktadır. Euro Bölgesi'ne dair alınması gereken önlemlerle ilgili olarak karar alma sürecinde yaşanan gecikmeler politika belirsizliğini artırmaktadır. Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility-EFSF) imkanlarının önemli ölçüde artırılmaması veya mali politikaların uyumlulaştırılmasını içeren daha yoğun bir birliğe yönelinmemesi halinde bölgeye ilişkin sorunların gündemde kalmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bölge bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi ve diğer bölgelere de yayılarak iktisadi faaliyet üzerindeki baskıyı belirginleştirmesi olasılığı önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

ABD ekonomisine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetin ve istihdamın zayıf seyrini koruyacağına işaret etmektedir (Kutu 2.1). ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) başkanı Bernanke konuşmalarında euro borç krizinin yanı sıra istihdam ve emlak sektöründe gözlenen sorunların büyümede ivme kaybına neden olduğunu vurgulamıştır. Bu çerçevede Fed, ikinci miktarsal genişleme paketini sona erdirmiş ancak nitel genişleme, varlık alımını devam ettirme ve politika faizinin uzun süre düşük tutulması politikalarına yönelmiştir. Diğer yandan, ABD başkanı Obama'nın 2010 yılı sonunda yürürlüğe giren mali teşvik politikasını genişleterek uzatacak yeni paket açıklaması da büyümeyi olumlu etkileyebilecek bir diğer gelişmedir.

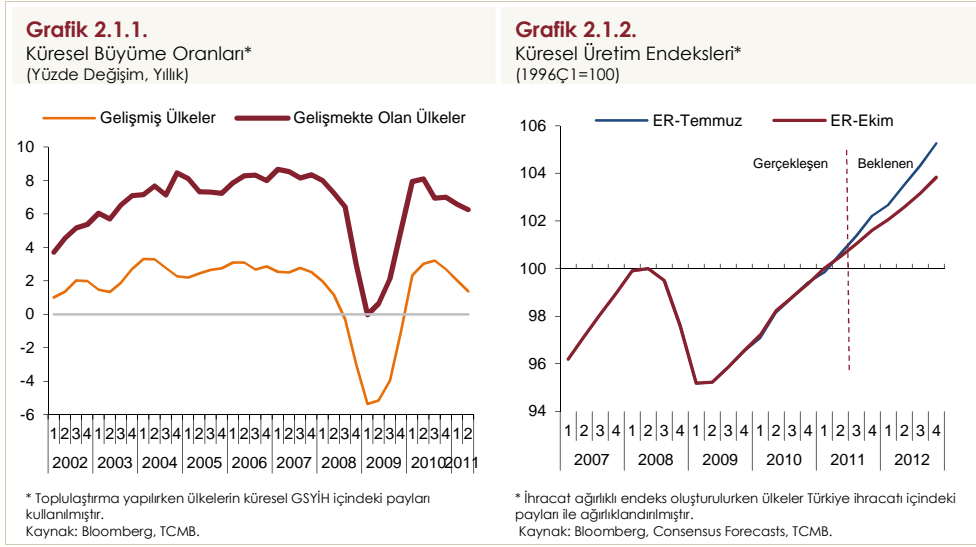
Euro Bölgesi'nde, yılın ilk çeyreğinde gözlenen hızlı büyüme eğilimi ikinci çeyrekte yerini ılımlı bir büyümeye bırakmıştır. Öncü göstergeler büyümedeki yavaşlamanın üçüncü çeyrekte belirginleşerek devam ettiğine işaret etmektedir. Kamu borç krizinin daha da derinleşme ve bankacılık krizine dönüşme risklerinin gözleendiği mevcut durumda Euro Bölgesi'nde iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesi olası görünmektedir. En büyük dış ticaret ortamımızdaki bu gelişmelerden, Türkiye'nin dış talebinin de olumsuz bir şekilde etkileneceği tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetin küresel çalkantıdan etkilenerek bir miktar yavaşlaması beklenmektedir. İktisadi temellerin sağlıklı yapısı söz konusu ülke grubunu küresel sorunlara karşı kısmen daha dayanıklı hale getirmektedir. Bununla birlikte, risk iştahında Euro Bölgesi borç krizinin neden olduğu gerilemenin, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını bir müddet daha sınırlayabileceği düşünülmektedir.

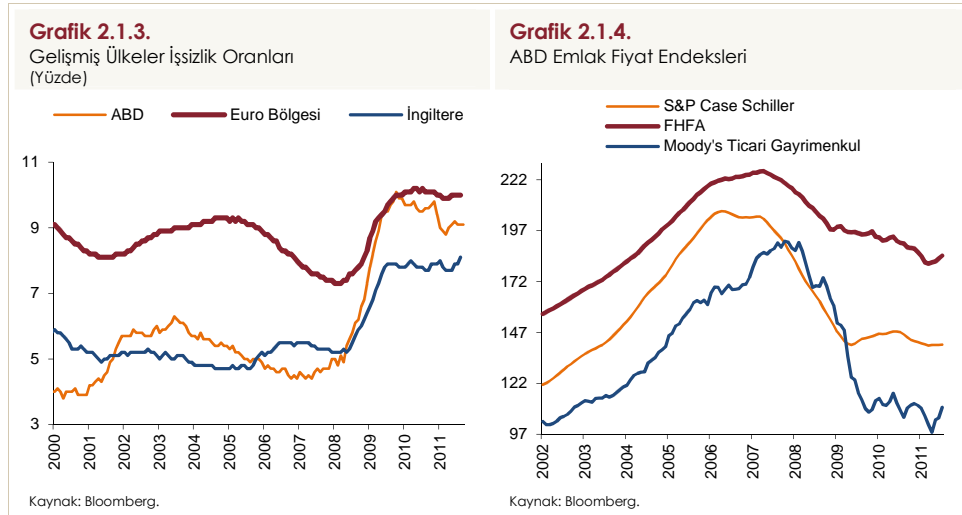
Emtia fiyatlarında Nisan ayı sonlarından itibaren gözlenen gerileme eğilimi son üç aylık dönemde de devam etmiştir. Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamayla uyumlu bir şekilde, talep artışı beklentileri aşağı yönlü güncellenmektedir. Ancak özellikle ham petrol ve tarım ürünlerinde zaman zaman beliren arz yönlü sorunlar emtia fiyatlarındaki olumlu tabloyu tersine çevirebilecek bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır.

2.1. Küresel Büyüme

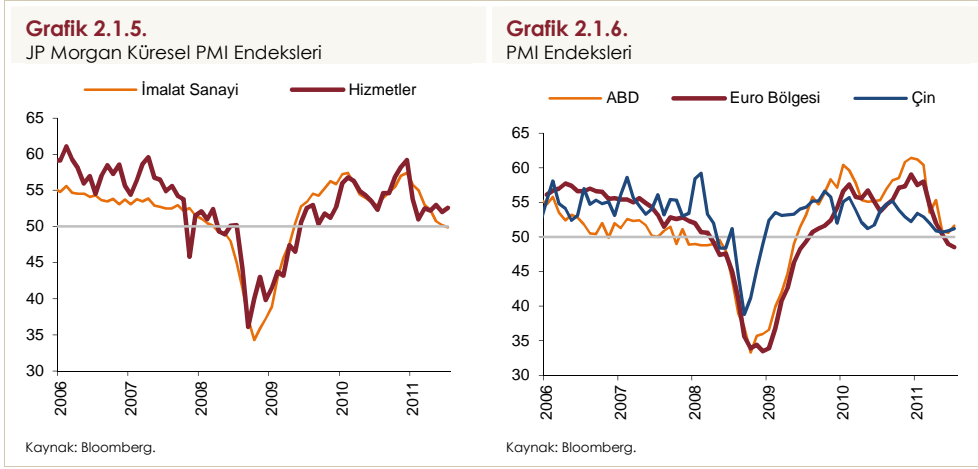
Yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin artış hızının belirgin bir biçimde yavaşladığı gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki yavaşlamanın gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha belirgin olduğu dikkat çekmektedir. 2011 yılı ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesini aşmış olan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin de Temmuz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2011 ve 2012 yılları için daha zayıf bir dış talep görünümüne işaret ettiği gözlenmektedir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).



Gelişmiş ülkelerde istihdam artışlarının düşük kalması ve buna bağlı olarak işsizlik oranlarının yüksek seyretmesi büyümenin gücü ve sürdürülebilirliği üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 2.1.3). Diğer yandan, ABD emlak sektörünün belirgin bir toparlanma sinyali vermediği gözlenmektedir (Grafik 2.1.4).



Üçüncü çeyreğe ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endekslerinde gözlenen düşüş, küresel ekonominin büyüme hızındaki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Özellikle Euro Bölgesi'ne ilişkin endeksin sert bir şekilde düşerek nötr seviyenin altına indiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.6).



Ekim ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2011 ve 2012 yıl sonuna ilişkin tahminlerin özellikle ABD ve Euro Bölgesi için önemli miktarda aşağı çekildiği gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).

Bu gelişmeler ışığında, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla Türkiye ihracatında yüksek paya sahip gelişmiş ülkelere ilişkin büyüme beklentilerinin düşürülmesi nedeniyle, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir.

Tablo 2.1.1.

Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

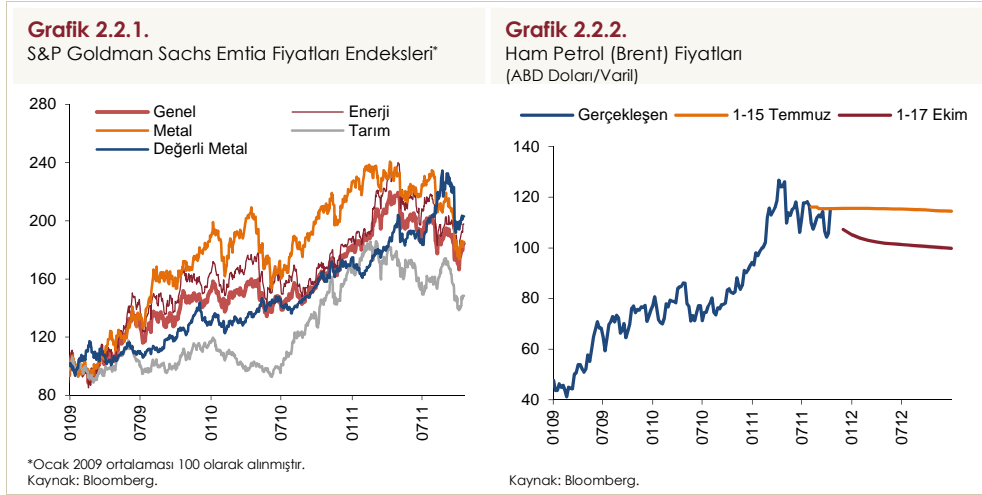
	2011		2012	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	3,2	3,0	3,6	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,5	1,7	3,0	1,9
Euro Bölgesi	2,0	1,6	1,6	0,6
Almanya	3,4	2,9	1,9	1,0
Fransa	2,0	1,6	1,7	0,9
İtalya	0,9	0,7	1,0	0,0
İspanya	0,7	0,7	1,3	0,6
Portekiz	-2,0	-2,0	-1,7	-2,7
İrlanda	-0,1	1,0	1,2	1,0
Yunanistan	-3,9	-5,4	-0,2	-2,9
Japonya	-0,7	-0,5	3,1	2,2
İngiltere	1,5	1,0	2,2	1,5
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	4,4	4,5	5,7	5,2
Çin	9,2	9,1	8,8	8,5
Hindistan	7,9	7,5	8,3	7,9
Latin Amerika	4,5	4,3	4,2	4,0
Brezilya	4,0	3,6*	4,2	3,9*
Doğu Avrupa	4,3	4,3	4,3	3,4

*Eylül ayı tahminidir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının üçüncü çeyreğinde, küresel emtia fiyatları, başta küresel büyümeye daha duyarlı olan enerji ve endüstriyel metal fiyatları kaynaklı olmak

üzere, düşüş eğilimi sergilemiştir. Endüstriyel metal fiyatları, gerek Euro Bölgesi kaynaklı sorunlar gerekse Çin yönetiminin sıkılaştırıcı yönde uyguladığı para politikasının etkisiyle son bir yılın en düşük seviyelerine ulaşmıştır. Euro Bölgesi borç krizi ve ABD'ye ilişkin not indirimi neticesinde Ağustos ayı sonunda tarihi zirve değerlerine ulaşan değerli metal fiyatları, son bir ay içerisinde gösterdiği düşüş ile üçüncü çeyrek başındaki seviyelerine yaklaşmıştır (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



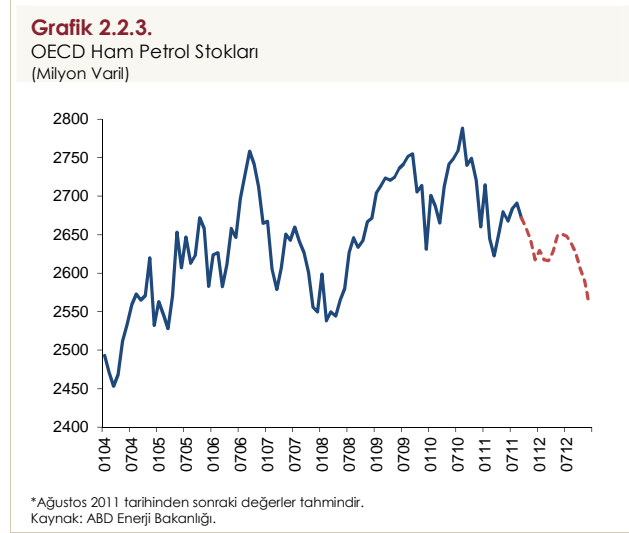
Üçüncü çeyrekte küresel büyümeye ilişkin tahminlerin düşürülmesi ham petrol talebine ilişkin tahminlerin de güncellenmesine sebep olmuştur. Uluslararası Enerji Ajansı'nın (International Energy Agency-IEA) Ocak ayı raporundan bu yana 2011 yılı günlük ham petrol talebi artış beklentisi 0,4 milyon varil aşağı doğru güncellenmiştir (Tablo 2.2.1). Ham petrol fiyatları bu gelişmeler neticesinde düşse de arz yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketini sınırlamıştır.

Tablo 2.2.1.
Ham Petrol Talep ve Arz Tahminleri

	Ocak 2011 Raporu	Eylül 2011 Raporu
TALEP		
2010	87,7	88,3
2011	89,1	89,3
2011 Talep Artışı	1,4	1,0
ARZ - OPEC dışı		
2010	52,8	52,6
2011	53,4	52,8
2011 Arz Artışı	0,6	0,2
ARZ - OPEC		
2010	35,3	35,4
2011	36,4	35,4
2011 Arz Artışı	1,1	0,0

Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı, ABD Enerji Bakanlığı.

OPEC üyesi olmayan ülkelerin ham petrol arzında yaşanan sıkıntılar stokların düşüş eğilimini sürdürmesine neden olmakta ve ham petrol piyasasını daha kırılgan bir hale getirmektedir (Grafik 2.2.3).



Tarım fiyatları üçüncü çeyrekte dalgalı bir seyir izlemiş ve son bir aylık dönemde hızlı bir düşüş sergilemiştir. Tarım fiyatlarındaki düşüşte arz yönlü gelişmelerin daha belirleyici olduğu düşünülmektedir. Kuraklığa ilişkin endişelerin kısmen sona ermesi ve ekim alanlarının artması öne çıkan arz yönlü gelişmeler olmuştur. Ancak tarım ürünleri fiyatları küresel enflasyon için önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir (Tablo 2.2.2).

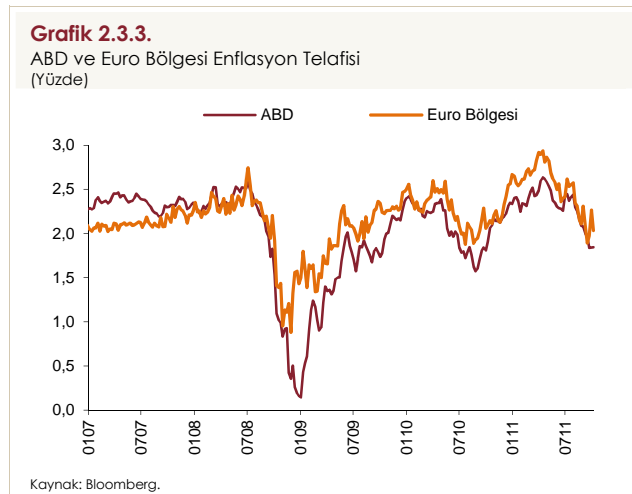
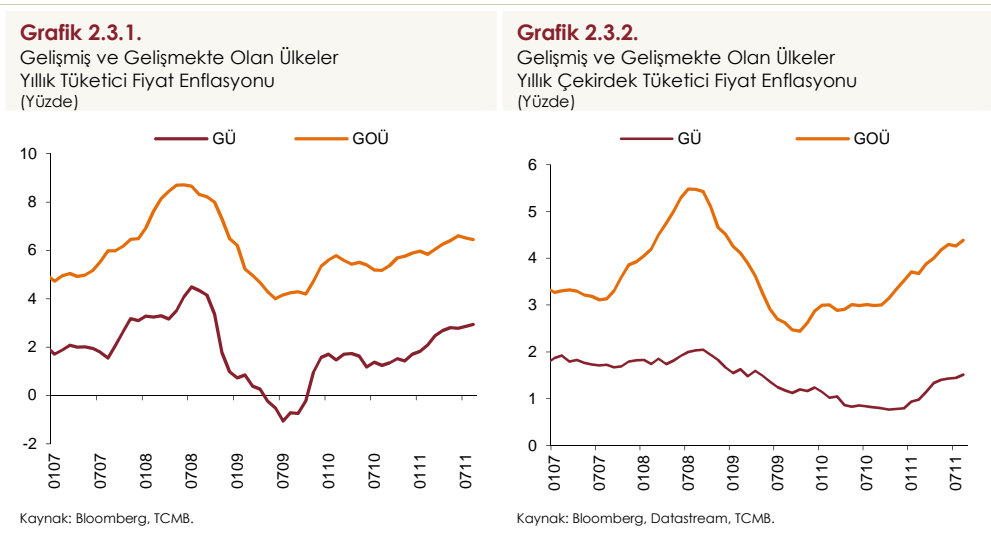
Tablo 2.2.2.
Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	167,1	200,8	195,6
Üretim	684,4	648,2	681,2
Tüketim	650,8	653,3	674,4
Dönem Sonu Stoku	200,8	195,6	202,4
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,2	143,9	129,8
Üretim	819,4	828,3	860,0
Tüketim	822,7	842,4	866,7
Dönem Sonu Stoku	143,9	129,8	123,2
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	60,7	44,0	44,9
Üretim	101,4	115,1	124,2
Tüketim	119,1	114,3	114,4
Dönem Sonu Stoku	44,0	44,9	54,8

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

2.3. Küresel Enflasyon

2011 yılının üçüncü çeyreğinde küresel büyümenin yavaşlayacağına ilişkin beklentilerin artması ve emtia fiyatlarının gerilemesiyle küresel bazda tüketici enflasyon oranlarındaki artış eğilimi kesintiye uğramıştır (Grafik 2.3.1). Bu gelişmelere paralel olarak, çekirdek enflasyon oranlarındaki yükseliş eğiliminin de hız kestiği gözlenmiştir (Grafik 2.3.2). ABD ve Euro Bölgesi'nde enflasyon telafilerinin yılın üçüncü çeyreğinde düşüş göstermesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici para politikalarını sürdürebilmeleri açısından esneklik sağlayan bir unsur olmuştur (Grafik 2.3.3). Öte yandan, iç talebin görece olarak daha canlı seyrettiği gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarında son dönemde yaşanan hareketlerin enflasyonu geçici olarak yükseltebileceği düşünülmektedir.



Küresel büyüme görünümüne paralel olarak, 2012 yılında enflasyon oranlarının da küresel ölçekte gerilemesi beklenmektedir (Tablo 2.3.1). Eylül ayı itibarıyla, gelişmiş ülkeler için 2012 yıl sonu enflasyon tahminlerinde, Japonya dışında, geçen Rapor dönemine kıyasla önemli bir değişim gözlenmemektedir. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik enflasyon tahminlerinde ise sınırlı revizyonlar gerçekleşmiştir. Asya Pasifik ve Doğu Avrupa bölgelerine ilişkin enflasyon tahminleri yükselirken, Latin Amerika bölgesine ilişkin enflasyon tahminleri gerilemiştir.

Tablo 2.3.1.
Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2011		2012	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	3,7	3,7	3,0	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	3,1	3,1	2,1	2,1
Euro Bölgesi	2,6	2,6	1,9	1,8
Almanya	2,3	2,3	2,0	1,9
Fransa	2,1	2,1	1,8	1,7
İtalya	2,7	2,7	2,1	2,0
İspanya	3,0	3,1	1,7	1,6
Portekiz	2,8	3,3	1,4	1,5
İrlanda	1,3	1,4	0,6	0,9
Yunanistan	2,9	2,8	0,9	1,1
Japonya	0,3	-0,2	0,2	-0,2
İngiltere	4,4	4,4	2,6	2,7
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	5,1	5,4	4,2	4,3
Çin	5,0	5,4	3,9	4,0
Hindistan	7,7	8,1	7,0	7,1
Latin Amerika	7,6	6,8	7,1	6,4
Brezilya	6,3	6,4*	5,1	5,4*
Doğu Avrupa	6,6	6,4	5,8	6,0

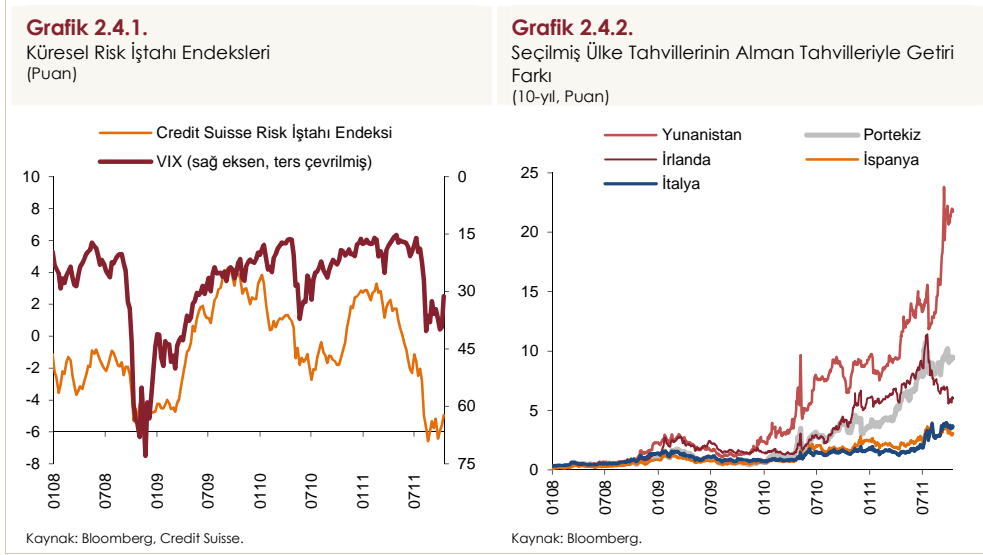
* Eylül ayı tahminidir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

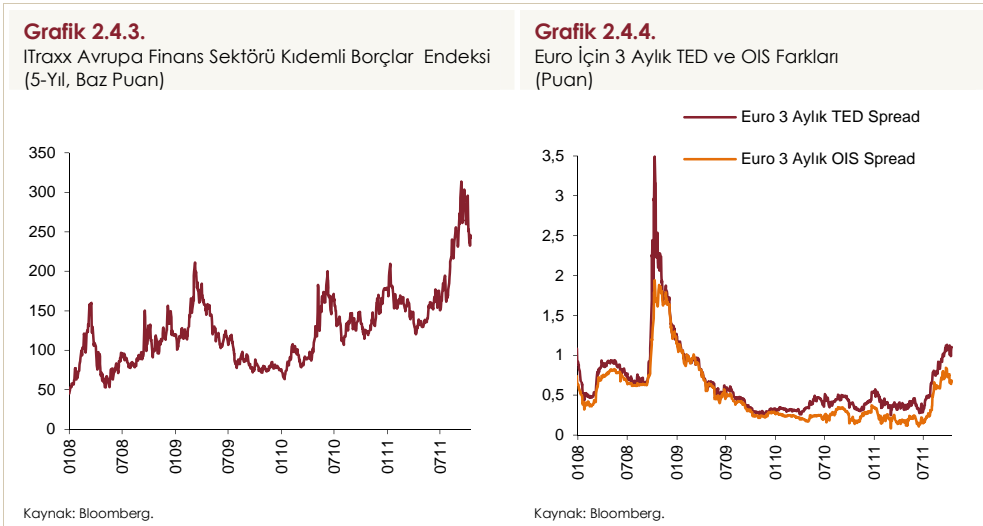
Üçüncü çeyrekte finansal piyasaları etkileyen temel unsur Avrupa ülkelerinde yaşanan borç çevrilebilirliğine dair endişelerin çevre ülkelerden merkez ülkelere bankacılık sektörünü kapsayacak şekilde yayılması olmuştur (Kutu 2.1). Söz konusu süreç ile birlikte hem bazı merkez ülkelerin hem de bazı özel bankaların kredi notlarında düşüşler gözlenmiştir.

Borç krizinin yayılması ile birlikte küresel risk iştahında belirgin düşüşler gözlenmiştir (Grafik 2.4.1). Buna bağlı olarak ECB'nin İspanya ve İtalya'nın tahvillerini satın alması ve EFSF'nin genişletilmesi gibi tedbirler alınsa da, bunlar sorunu öteleyen tedbirler olarak değerlendirilmiş ve risk iştahındaki bozulmayı durdursa bile piyasalarda kalıcı olarak güveni tesis edememiştir. Bu gelişmelere

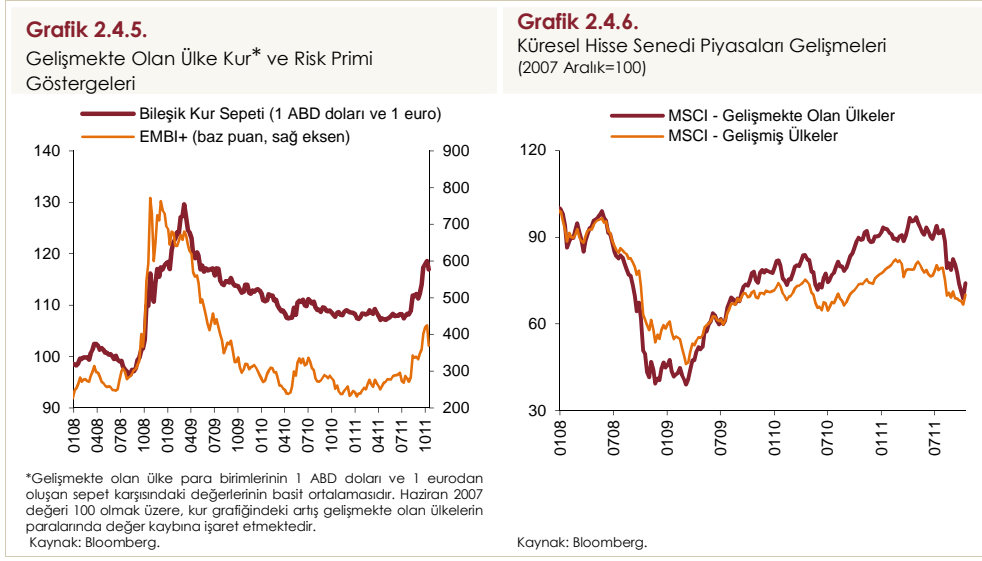
paralel olarak borç sorunu yaşayan ülkelerin tahvillerinin Alman tahvilleriyle getiri farkı belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 2.4.2).



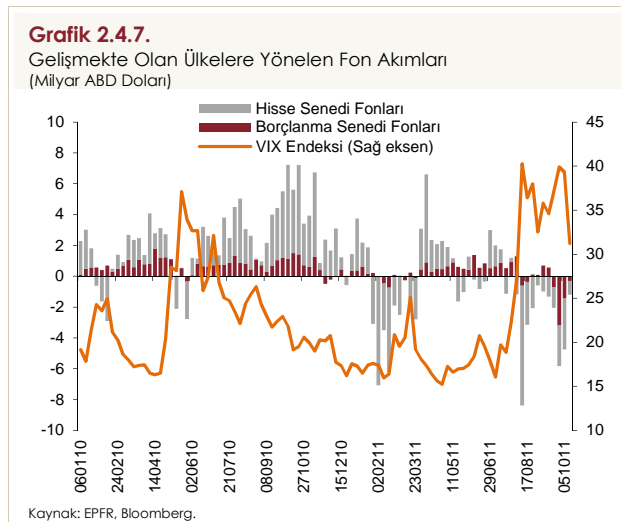
Borç krizinin getirdiği riskler Avrupa bankacılık sektörünü de olumsuz etkilemiş, çeşitli bankaların kredi notları düşürülürken bankalara ait CDS oranları belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 2.4.3). Bu gelişmeler çerçevesinde bankacılık sektöründe karşı taraf riski artmış, TED ve OIS farkları yükselmiştir (Grafik 2.4.4).



Risk iştahındaki bozulma gelişmekte olan ülkeleri de olumsuz etkilemiş, söz konusu ülkelerin risk göstergelerinde artışlar gözlenmiştir. Bu gelişmeler neficesinde yoğun sermaye çıkışları gerçekleşmiş, gelişmekte olan ülkelere ait varlıkların değeri düşmüş ve kurlarda sert değer kayıpları gözlenmiştir (Grafik 2.4.5 ve Grafik 2.4.6).

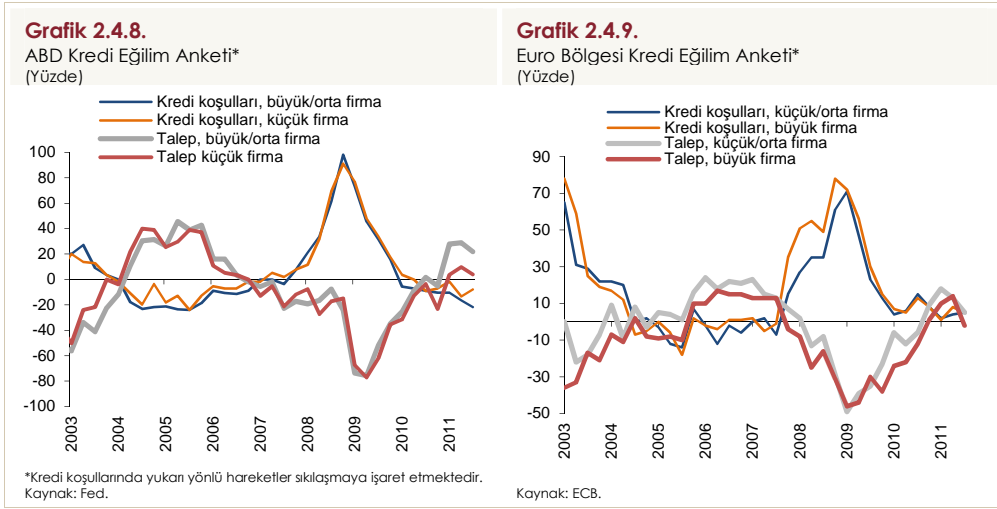


Portföy akımları incelendiğinde, borçlanma senedi fonlarına girişlerin önceki çeyreğe kıyasla büyük oranda azaldığı, hisse senedi fonlarından güçlü çıkışlar kaydedildiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.7). Her ne kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arası faiz farkları ve büyüme beklentileri gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini desteklese de, gelişmiş ülkelere ilişkin artan endişelerin sermaye akımlarını sınırlayabileceği düşünülmektedir. Nitekim, gerek Uluslararası Para Fonu (IMF) gerekse Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 2012 yılında kamu kesimi hariç net sermaye akımlarının artış hızında 2011 yılına kıyasla önemli bir yavaşlama beklemektedir¹.



¹IMF World Economic Outlook Eylül 2011 Raporu ve IIF Capital Flows to Emerging Market Economies 25 Eylül 2011 tarihli Araştırma Notu.

Kredi piyasaları incelendiğinde ise ABD'de Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre kredi koşullarının gevşeme hızı belirgin bir değişiklik sergilememiş, kredi talebindeki artış eğilimi ise yavaşlayarak devam etmiştir (Grafik 2.4.8). Öte yandan Euro Bölgesi'nde yaşanan olumsuzluklar kredi piyasalarını daha olumsuz etkilemiştir. ECB Kredi Eğilim Anketi'ne göre kredi koşullarındaki sıkılaşıma devam ederken, küçük ve orta ölçekli firmaların kredi taleplerinde gerileme gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.9).

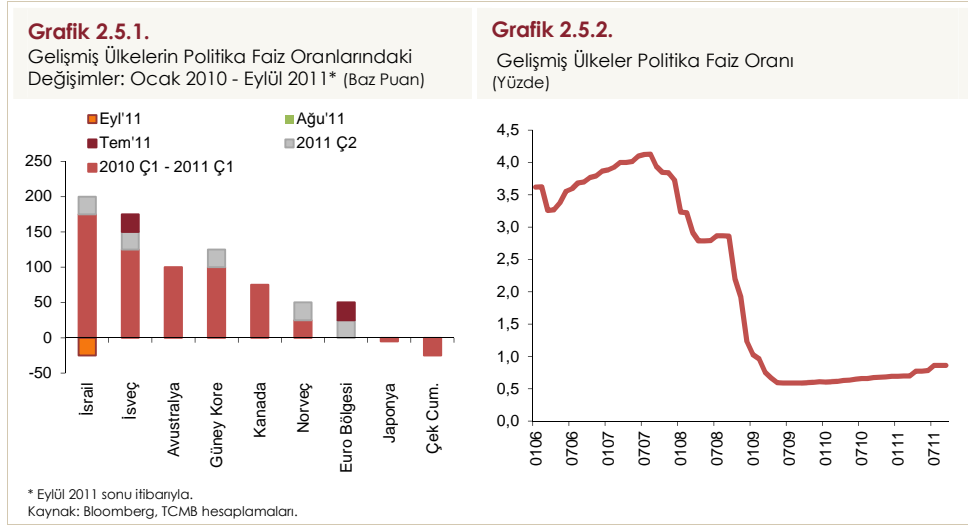


2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

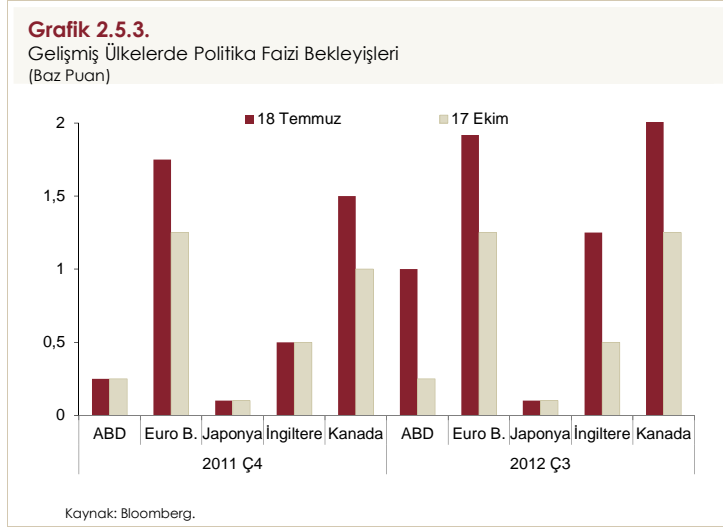
Küresel para politikasında 2010 yılı ortalarından itibaren gözlenen normalleşme sürecinin, olumsuz seyreden küresel büyüme görünümüne bağlı olarak, geçtiğimiz çeyrek içerisinde tersine döndüğü dikkat çekmektedir. G4 ülkeleri başta olmak üzere, gelişmiş ülkelerde para politikası geçtiğimiz çeyrekte daha da gevşeme eğilimine girerken, gelişmekte olan ülkelerde faiz artırımı sürecinin kesintiye uğradığı ancak makro risk azaltıcı tedbirlerin kullanımına genel olarak devam edildiği gözlenmektedir.

Geçtiğimiz rapor döneminde, gelişmiş ülkelerin bazılarında gözlenen kriz sonrası toparlanmaya bağlı olarak gelişmiş ülke politika faizlerinde normalleşme sürecine girildiği belirtilmişti. Nitekim, yılın ikinci çeyreğinde bazı gelişmiş ülke merkez bankalarının başlamış olduğu faiz artırımı süreci, yılın üçüncü çeyreğinin başında da kısmen devam etmiş, Temmuz ayında ECB ve İsveç merkez bankası politika faizlerini 25'er baz puan artırmıştır. Ne var ki, geçtiğimiz çeyrek içerisinde, küresel büyüme görünümünün yeniden olumsuzlaşması ile birlikte söz konusu

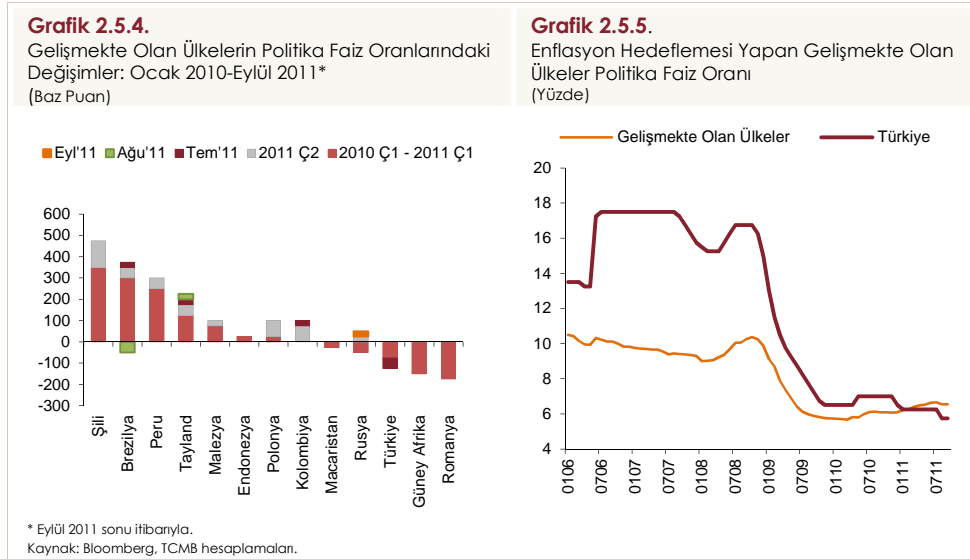
süreç sonlandırılmış ve gelişmiş ülkelerin politika faiz oranı yatay seyretmiştir (Grafik 2.5.1 ve Grafik 2.5.2).



Uzunca bir süre daha düşük seyretmesi beklenen politika faizlerine ilaveten (Grafik 2.5.3), geçtiğimiz çeyrek içerisinde, G4 ülkeleri, para politikasında miktarsal gevşeme süreçlerinin de uzatılacağına dair sinyaller vermiştir. Sözgelimi, Fed 9 Ağustos tarihinde faiz oranlarının en az 2013 yılı ortalarına kadar buldukları düşük seviyelerde tutulmaya devam edileceğini ifade etmiştir. Ayrıca, ekonomi genelinde borçlanma maliyetlerini düşürmek için bilanço büyüklüğünü etkilemeyecek şekilde kısa vadeli tahvillerin satılıp, uzun vadeli tahvil alımını içeren 400 milyar ABD doları tutarında yeni bir paket açıklamıştır. Bu kararı takiben İngiltere Merkez Bankası'nın yayınlamış olduğu Enflasyon Raporu'nda da, faizlerin uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutulacağına ve miktarsal gevşeme uygulamalarına devam edileceğine dair net sinyaller verilmiştir. Nitekim 6 Ekim tarihli İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu toplantısı sonrasında varlık alım programının miktarının artırıldığı duyurulmuştur. Benzer şekilde, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya da Ağustos ayı içerisinde miktarsal gevşeme paketlerinin uzatıldığını açıklamış, böylelikle para politikalarını gevşetmiştir. Özetle, geçtiğimiz çeyreğin sonu itibarıyla bakıldığında, gelişmiş ülkeler para politikasının, gerek düşük faiz ve gerekse uzatılmış miktarsal genişleme paketleri vasıtasıyla daha da gevşetildiği gözlenmekte ve önümüzdeki dönemde de söz konusu ülkelerde para politikasının gevşek kalmaya devam edeceği öngörülmektedir.

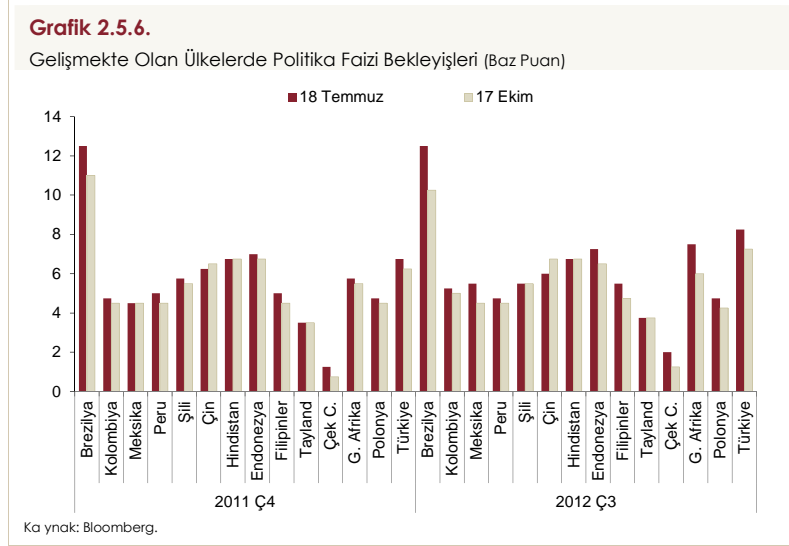


Gelişmekte olan ekonomilerde 2010 yılı ortalarında başlamış olan politika faizlerinde normalleşme sürecinin geçtiğimiz çeyrekte kesintiye uğradığı ve toplulaştırılmış endekslere göre söz konusu ülke grubu bileşik faiz oranının yatay seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.5.4 ve Grafik 2.5.5). Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkeler, sermaye girişlerinin ekonomileri üzerindeki olası etkilerini en aza indirmek maksadıyla, makro risk azaltıcı tedbirleri geçtiğimiz çeyrekte de kullanmaya devam etmiştir.



Küresel büyümenin yavaşlayacağı ve gelişmiş ülkelerde para politikasının önümüzdeki dönemde daha da gevşetileceği beklentilerine bağlı olarak bir çok gelişmekte olan ülke merkez bankasının politika faizlerine dair beklentiler de aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.5.6). Ancak, makro finansal riskleri

dengelemeye yönelik olarak söz konusu ülke grubunun önümüzdeki dönemde de alternatif politika araçlarını kullanmaya devam edeceği düşünülmektedir.



Kutu
2.1

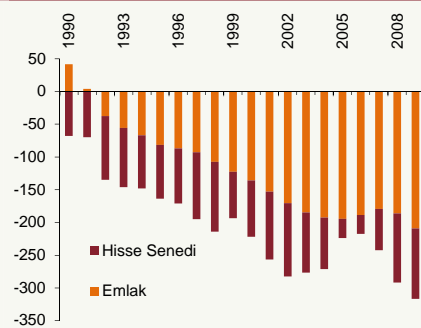
Bilanço Durgunlukları: Japonya – ABD Kıyaslaması

Bu kutuda Büyük Buhran'dan bu yana tarihinin en uzun ve en derin krizinden 2009 yılı Temmuz ayı itibarıyla resmen çıkmış olan ABD ekonomisinin, uygulanan genişletici mali ve para politikalarına rağmen henüz istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme yakalayamamasının altında yatan sebepler 1990'ların Japonya'sından verilecek örnekler ışığında değerlendirilecektir.

Bu analiz için öncelikle bilanço durgunluğu kavramının kısaca tanıtılmasında fayda görülmektedir. Bilanço durgunlukları varlık fiyatlarındaki köpüklerin patlamasının ardından, bu varlıkları borçlanarak edinmiş olan özel kesimin bilançolarında ortaya çıkan tahribatın neden olduğu talep açığına ifade etmektedir. Piyasa değeriyle varlıklarının değeri, borçlarının oldukça altına inen özel kesim, bilanço tamiri amacıyla uzun ve zorlu bir borç ödeme dönemine girmektedir. Borç ödeyen kesimlerin artan tasarruf eğilimi ise sistemde deflasyonist bir talep açığına neden olmaktadır. Böyle bir ortamda kamu kesiminin deflasyonist talep açığını kapatmak amacıyla harcamalarını artırması ekonomik aktivitenin devamlılığı için oldukça önemli olabilmektedir.

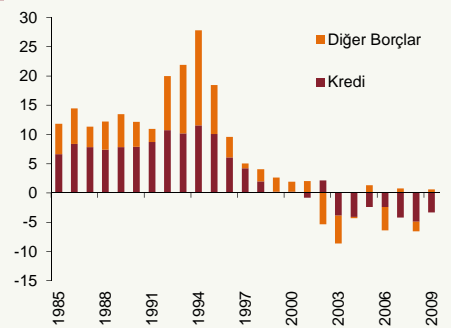
1980'lerin sonunda Japonya yüksek yatırım eğilimiyle büyürken reel sektörde yaşanan hızlı büyümeye finansal kesimde biriken kırılganlıklar da eşlik etmiştir. Japon ekonomisinin büyümesinden pay almak için Tokyo borsasına yönelen yabancı yatırıma paralel yükselen hisse senedi fiyatları 1989 yılından itibaren, ticari emlak ve arsa fiyatları ise 1991 yılından itibaren sert bir şekilde düşmüştür. Örneğin, ilk beş sene içerisinde Tokyo borsası yüzde 50, ticari emlak fiyatları ise yüzde 31 azalış göstermiştir. Bu gelişmeler ışığında toplam servet kaybı, ilk beş sene sonunda, Japonya GSYİH'nın yüzde 137'sine ulaşmıştır (Grafik 1). Tokyo borsası yabancı alımları ile dönem dönem toparlansa da, arsa ve ticari emlak fiyatları istikrarlı bir şekilde düşerek Ağustos 2011 itibarıyla 1991 yılındaki tepe noktasından yüzde 75 aşağıda bir seviyeye gerilemiş ve servet kaybının devamına neden olmuştur.

Grafik 1. Japonya'da Birikimli Servet Kaybı (Yüzde GSYİH)



Kaynak: www.esri.cao.go.jp

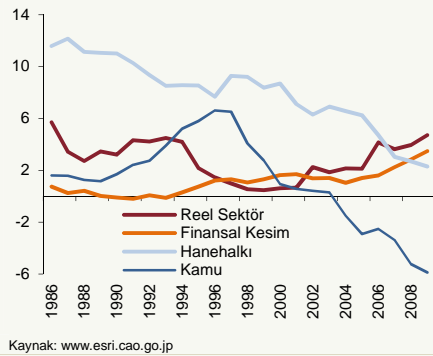
Grafik 2. Japonya'da Reel Sektör Borçlanması (Yüzde GSYİH)



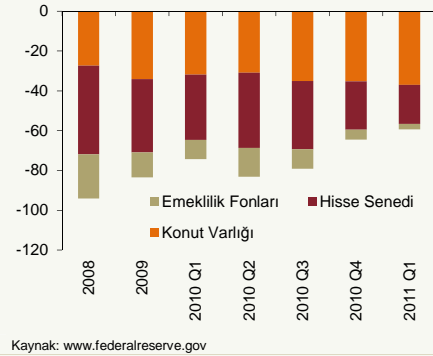
Kaynak: www.esri.cao.go.jp

Krizde yüksek kaldıraç oranıyla yakalanan firma kesimi, bilançolarındaki tahribat nedeniyle faizlerin pratik olarak sıfıra yakınsadığı bir dönemde dahi nette borç ödeme yolunu seçmişlerdir (Grafik 2). Bu davranış şekli ekonomi geneline bakıldığında toplam talepte deflasyonist bir talep açığına dönüşmüştür. Para politikası etkinliğinin azaldığı böyle bir durumda, kamu kesimi harcamaları ile firmaların neden olduğu talep açığının önüne geçilebilmiş ve ekonomi genelinde ortaya çıkacak şiddetli bir daralma engellenmiştir (Grafik 3).

Grafik 3. Japonya'da Tasarruf Eğilimleri (Yüzde GSYİH)

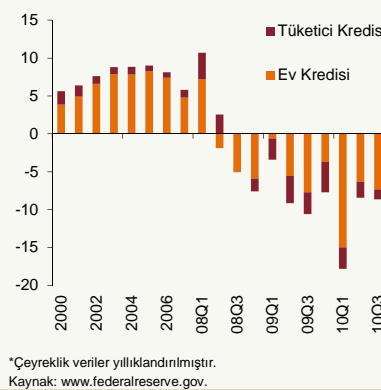


Grafik 4. ABD'de Birikimli Servet Kaybı (Yüzde GSYİH)

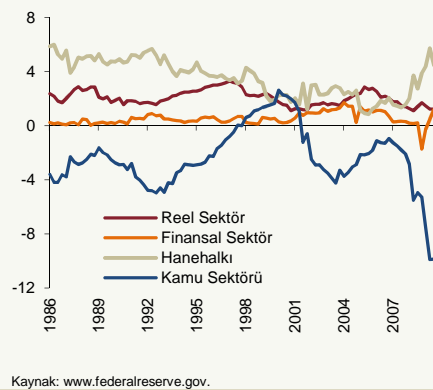


ABD'de ise azalan konut fiyatlarının eşikaltı ipotekli ev kredisi piyasasında ortaya çıkardığı sorunlarla belirginleşen kriz, Ekim 2008'de Lehman Brothers'ın iflasıyla tüm dünyaya yayılmıştır. 2011 ikinci yarısına gelinen süreçte, konut fiyatları 2006 yılındaki tepe noktasına göre yüzde 32, hisse senedi fiyatları ise Eylül 2008'e göre yüzde 8 oranlarında azalış göstermiştir. Genişletici para ve mali politikaların etkin kullanımı ile krizin ilk safhasında yaşadığı değer kayıplarını telafi eden ABD borsası ve yüzde 32 oranında değer kaybının ardından düşüş eğilimi kesintiye uğrayan konut fiyatları, Japonya ile kıyaslandığında, daha ılımlı bir görünüme işaret etmektedir. Nitekim borsa ve emlak fiyatlarında yaşanan düşüşlerle birlikte, Ekim 2008-Ağustos 2011 arası toplam varlık kaybı ABD GSYİH'sine oranla yüzde 59 ile sınırlı kalmıştır (Grafik 4).

Grafik 5. ABD'de Hanehalkı Borçlanması* (Yüzde GSYİH)



Grafik 6. ABD'de Tasarruf Eğilimleri (Yüzde GSYİH)



Japonya örneğinden farklı olarak, yaşanan varlık kaybı ABD'de hanehalkı kesimini etkilemiştir. Bilançoları tahrip olan ABD hanehalkı kesimi 2008 yılı ortasından itibaren net borç ödeyen konumuna geçmiştir (Grafik 5). 1990'larda Japonya'da gözlenen firma kesimi davranışı ile 2008 krizi sonrası ABD hanehalkı davranış tarzının büyük oranda örtüştüğü izlenmektedir (Grafik 3 ve Grafik 6). Ekonomi genelinde artan hanehalkı ve finansal kesim tasarrufu² ile ortaya çıkan deflasyonist açığın kapatılmasında ABD örneğinde de kamu harcamaları önemli bir rol oynamıştır. Hükümet harcamalarının da desteğiyle, bu dönemde ABD ekonomisi, eski eğiliminin altında da olsa, büyümeye devam edebilmiştir.

Japonya örneğine kıyasla servet kaybının daha sınırlı kaldığı ABD'de, hanehalkının net borç ödeyen konumda olması olumsuz bir görünüm sunmaktadır. Bunun asıl nedeni, hanehalkı kesiminin borç ödeme hızının sınırlı olmasından dolayı, borç ödeme davranışının uzun yıllar sürebilecek olmasıdır. Nitekim krizin başlangıcında yüzde133 olan ABD hanehalkı borcunun harcanabilir gelire oranı 14 puan azalarak 2011 ilk çeyreği sonunda yüzde119'a gerilemiştir. Geçen 13 çeyrek boyunca 14 puan azalan borçluluk oranının (psikolojik bir sınır olan) yüzde100'ün altına gerilemesinin, aynı hızla borç ödendiğini varsayımı altında dahi, 2016 yılı ilk çeyreğini bulması beklenmektedir.

Yapılan karşılaştırmalı analiz neticesinde, yakın dönemde ABD büyümesi açısından, para politikasının manevra alanının daraldığı da dikkate alındığında, genişletici mali politikaların devamlılığının büyük önem arz ettiği düşünülmektedir. Japonya'da artan kamu borcunun milli gelire oranı hükümet üzerine baskıları beraberinde getirmiş ve ilki 1997'de ikincisi ise 2001'de olmak üzere iki kere mali disiplin uygulaması gerçekleştirilmiştir. Bütçe açığını azaltmak amacıyla güden bu uygulamalar ilk senesinde başarılı olsa da daralan ekonomik aktiviteye paralel olarak gerileyen vergi gelirleri takip eden senelerde bütçe dengesini daha da kötüleştirmiştir. Borç stoku dinamikleri nedeniyle benzer bir mali disiplin beklentisi ABD ekonomisi için de geçerlidir. Bu anlamda, mevcut harcamaların, orta vadeli tedbirlerle dengelenecek şekilde gerçekleştirilmesinin büyüme üzerindeki belirsizliklerin azaltılması bakımından önemli olduğu düşünülmektedir.

² Aynı dönemde hanehalkı tüketimindeki azalma ve belirsizliğe paralel olarak firma kesimi borçlanma ve yatırımları da azalış göstermiştir.

Kutu
2.2

Euro Bölgesi Borç Krizi ve Borç Sürdürülebilirliği

Bu kutuda yakın dönemde euro borç sorununu aşmak için ortaya konan çözümlerin altında yatan sebepler irdelenmektedir. Bu bağlamda ülkelerin borç çevirebilme kapasitelerinin alternatif piyasa faizleri ve büyüme oranlarına olan duyarlılıkları analiz edilmektedir.

Tablo 1'de Euro Bölgesi ülkelerinin Eylül ayı itibarıyla kamu finansmanı, borç yükümlülükleri ve iktisadi faaliyet beklentisi açısından durumları gösterilmektedir. 2016 yılına kadar gerçekleşmesi beklenen ortalama cari GSYİH artışları, yine 2016 sonu itibarıyla beklenen brüt kamu borç stokunun GSYİH'ye oranları ve bu oranları yakalayabilmek için tutturulması gereken faiz dışı denge tahminleri IMF'nin Eylül 2011 tarihli Dünya Ekonomik Görünüm (WEO) raporundan alınmıştır.

Tablo 1. IMF – WEO Eylül 2011 Tahminleri

	Nominal Faiz*	Nominal Borç Stoku/GSYİH (2011 Sonu, Yüzde)	Nominal Borç Stoku/GSYİH (2016 Sonu, Yüzde)	Nominal GSYİH Büyümesi (2011-2016 Ortalaması, Yüzde)	Faiz Dışı Denge/GSYİH (Yüzde)
Yunanistan	22,6	165	162	1,9	3,84
Portekiz	10,9	106	110	2,5	2,17
İrlanda	7,6	109	114	4,1	-0,10
İtalya	5,5	121	114	2,6	4,06
İspanya	5,1	67	77	3,5	-1,73
Fransa	2,6	86	87	3,7	-0,34
Almanya	1,8	82	75	2,2	1,64

* 30 Eylül 2011 tarihi itibarıyla piyasada oluşan faiz oranıdır.

Standart bir borç dinamiği denklemi³ kullanılarak 2016'ya kadarki beş yıl için, ortalama piyasa faiz seviyesi ve ortalama cari GSYİH büyüme beklentisi veri iken, 2016 sonu için IMF tarafından öngörülen brüt borç stoku/GSYİH oranına ulaşılması için tutturulması gereken ortalama faiz dışı denge oranı denklemlerin iç içe çözdürülmesiyle hesaplanmaktadır. Bulunan bu çözüm değişik faiz seviyeleri için tekrarlandığı takdirde Tablo 2'deki görünüm, alternatif büyüme senaryoları altında tekrarlandığında ise Tablo 3'teki görünüm ortaya çıkmaktadır.

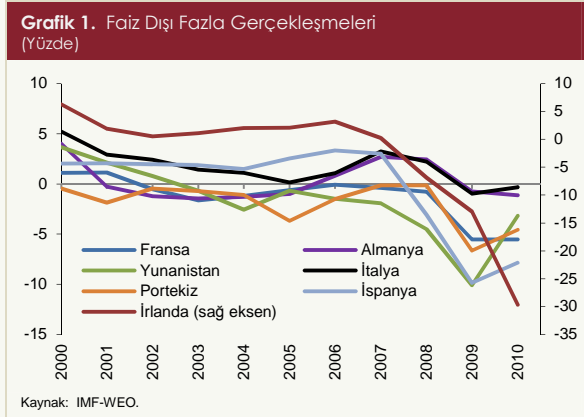
³ Borç dinamiği denklemi için bakınız Değerli, A. ve Keleş, G.(2011), "Kamu Borç Stoku Sürdürülebilirliği ve Euro Bölgesi Borç Krizi", TCMB Ekonomi Notları No: 11/13

Tablo 2. Faiz Dışı Denge Hedefi* - Faiz Duyarlılığı

	-200 bp	-150 bp	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp	+150 bp	+200 bp	IMF Eylül Tahminleri
Yunanistan	31.34	32.17	32.99	33.81	34.64	35.46	36.29	37.11	37.94	3,84
Portekiz	5.93	6.47	7.01	7.54	8.08	8.62	9.16	9.69	10.23	2,17
İrlanda	0.66	1.21	1.77	2.33	2.88	3.43	3.99	4.54	5.10	-0,10
İtalya	2.49	3.08	3.68	4.27	4.86	5.45	6.04	6.64	7.23	4,06
İspanya	-2.31	-1.95	-1.59	-1.23	-0.88	-0.52	-0.16	0.19	0.55	-1,73
Fransa	-2.93	-2.49	-2.05	-1.62	-1.18	-0.74	-0.31	0.13	0.56	-0,34
Almanya	-0.34	0.06	0.46	0.86	1.25	1.65	2.05	2.45	2.84	1,64

* 2011-2016 Ortalaması

"0 bp" başlıklı sütun 30 Eylül 2011 tarihli piyasa faizleri altında 2016 yılı sonu IMF borç stoku tahminlerine ulaşılabilmesi için ülkelerin beş yıl boyunca tutturması gereken ortalama faiz dışı denge oranlarını göstermektedir. Buna göre Yunanistan, İtalya ve Portekiz'in borçlarını piyasa faizleri ile çevirmeleri için vermeleri gereken faiz dışı fazla oranlarının tarihi ortalamalarından belirgin bir şekilde yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 1).



Mevcut analizi Ağustos ayı faiz seviyeleri ve IMF'nin Nisan 2011 tarihli WEO raporundaki büyüme varsayımları ile gerçekleştirilen analiz⁴ ile kıyasladığımızda, bahsi geçen ülkelerin görünümünün büyüme oranlarının aşağı yönlü güncellenmesi ve piyasa faizlerinin artması neticesinde belirgin ölçüde bozulduğu görülmektedir. Bir önceki analize göre İrlanda ve Fransa'nın görünümünün ise azalan piyasa faizleri sebebiyle olumlu seyrettiği görülmektedir. Almanya'nın görünümünde ise azalan faiz seviyelerine rağmen, büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi sonrasında bir miktar bozulma gerçekleşmiştir. İspanya ise her iki analizde de borç krizindeki ülkeler içerisinde kamu maliyesi açısından durumu en iyi olan ülke olarak görünmektedir.

⁴ Detaylı analiz için bakınız Değerli, A. ve Keleş, G.(2011), "Kamu Borç Stoku Sürdürülebilirliği ve Euro Bölgesi Borç Krizi", TCMB Ekonomi Notları No: 11/13

Tablo 3. Faiz Dışı Denge Hedefi* - Büyüme Duyarlılığı

	-150 bp	-125 bp	-100 bp	-75 bp	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp	IMF Eylül Tahminleri
Yunanistan	37.11	36.69	36.28	35.87	35.46	35.05	34.64	34.23	33.82	3,84
Portekiz	9.71	9.44	9.17	8.89	8.63	8.36	8.08	7.81	7.54	2,17
İrlanda	4.56	4.28	4.00	3.72	3.44	3.16	2.88	2.60	2.32	-0,10
İtalya	6.62	6.33	6.03	5.74	5.44	5.15	4.86	4.57	4.28	4,06
İspanya	0.22	0.04	-0.14	-0.33	-0.51	-0.69	-0.88	-1.06	-1.24	-1,73
Fransa	0.13	-0.09	-0.31	-0.53	-0.74	-0.96	-1.18	-1.40	-1.62	-0,34
Almanya	2.43	2.23	2.03	1.84	1.64	1.45	1.25	1.06	0.86	1,64

* 2011-2016 Ortalaması.

Yukarıdaki analize benzer bir analiz farklı büyüme senaryoları altında gerçekleştirildiğinde Tablo 3 elde edilmektedir. "0 bp" başlıklı sütun IMF Eylül 2011 tarihli WEO büyüme tahminleri altında ülkelerin beş yıl boyunca tutturması gereken ortalama faiz dışı denge oranlarını göstermektedir. Merkez ülkelerinden büyüme oranları aşağı yönlü güncellenen İtalya, Almanya ve Fransa ekonomilerinden özellikle İtalya'nın beklenenden daha sert daralması durumunda tutturması gereken faiz dışı fazla oranı sürdürülebilir olmaktan çıkmaktadır.

Euro Bölgesi ülkelerinin önümüzdeki dönemde borç dinamiklerinin sürdürülebilirlikleri ekonomik büyüme ve piyasa faiz seviyelerine bağlı bulunmaktadır. Kısa vadede ekonomik büyümeye ilişkin görünümün fazla değişmeyeceği düşünüldüğünde, borç krizine ilişkin gelişmelerin faiz hadlerine daha duyarlı olduğu düşünülmektedir. Büyüme görünümü ve ekonomik belirsizliklere karşı duyarlı olan piyasa faiz oranlarının borç sürdürülebilirliği açısından arzulan seviyelere gerileyebilmesi için yapısal reformların yerel ve bölgesel ölçekte ivedilikle gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu açıdan karar alıcı birimlerin borç krizinin çözümüne ilişkin gösterecekleri politik kararlılık ve atacakları adımlar gittikçe sürdürülebilir olmaktan çıkan borç krizinin çözümü için büyük önem taşımaktadır.

Kutu
2.3

Türkiye İçin Reel Efektif Kur Göstergeleri

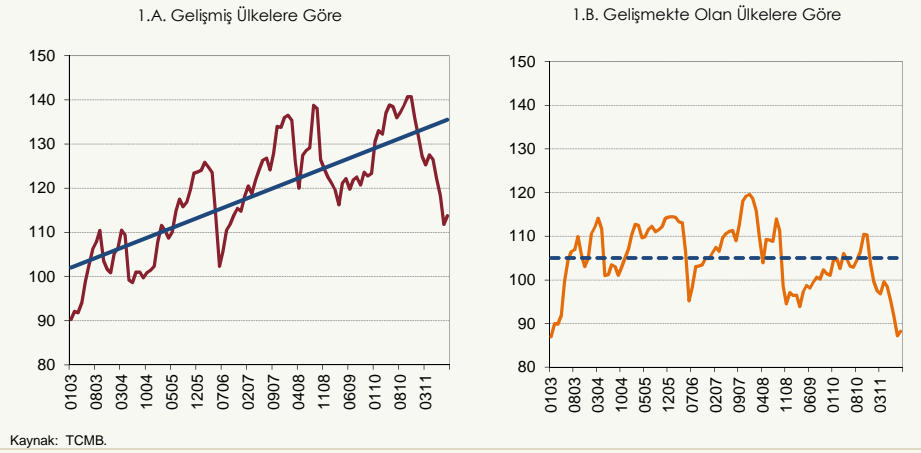
Bir ülkenin reel efektif döviz kuru o ülkedeki bir ürün sepetinin fiyatının karşılaştırma grubundaki ülke fiyatlarına göre seviye ve değişiminin anlaşılması amacı ile kullanılmaktadır. Reel efektif kurdaki hareketler bir ülkenin diğer ülkelere göre rekabet gücündeki değişimler hakkında da bilgi sunabilmektedir. Reel efektif döviz kuru hesaplamalarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli farklılıklar oluşabilmekte, bu da karşılaştırma grubunun doğru seçilmesini gerekli kılmaktadır. Buradan yola çıkarak, bu kutu Türkiye için reel efektif döviz kuru hareketlerini gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı incelemekte ve bu karşılaştırmada ortaya çıkan farkların olası sebeplerini sunmaktadır.

Türkiye için reel efektif döviz kuru hesaplaması denklem 1'de verilen formül kullanılarak yapılmaktadır. Denklemde P_{TUR} Türkiye'deki fiyat seviyesini, P_i^* karşılaştırma grubunda bulunan i ülkesinin fiyat seviyesini, $e_{i,TUR}$ i ülkesinin TL cinsinden nominal efektif kurunu, w_i i ülkesinin karşılaştırma grubundaki ağırlığını, N ise karşılaştırma grubundaki ülke sayısını ifade etmektedir. Bu denklemde REK ile gösterilen reel efektif döviz kurunun artması, Türk mallarının yabancı mallara nispeten fiyatının artması veya TL'nin reel olarak değerlendirilmesi anlamına gelmektedir.

$$REK = \sum_{i=1}^N w_i \frac{P_{TUR}}{P_i^* e_{i,TUR}} \quad (1)$$

REK'teki bir artış, ağırlıklar (w_i) sabit tutulduğunda, P_{TUR} ' un artması, P_i^* 'nin veya $e_{i,TUR}$ ' un azalmasından kaynaklanabilir. Burada $e_{i,TUR}$ ' un azalması, nominal olarak TL'nin değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Bunun yanında, nominal döviz kurları veri iken, Türkiye'deki enflasyonun karşılaştırma grubundaki ülkelerin enflasyonundan daha fazla olması durumunda da REK'in artış göstermesi beklenmektedir.

Grafik 1'de iki farklı karşılaştırma grubu (gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler) için Türkiye'nin reel efektif döviz kurları gösterilmektedir. Buradan da görüleceği üzere Türkiye'nin reel kuru son 8 yılda gelişmiş ülkelere nispeten değer kazansa da gelişmekte olan ülkelere benzer hareket etmiştir.

Grafik 1. TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)

Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kuru hareketlerinin farklılaşmasında iki önemli faktör etkili olabilmektedir. İlk olarak, iktisadi yazında Balassa-Samuelson etkisi olarak bilinen, ülkelerin gelişmesine paralel olarak temelde iç piyasadaki ticarete konu olmayan mal fiyatlarının daha hızlı artması ile gerçekleşen reel efektif döviz kuru artışlarıdır. Geçtiğimiz 8 yıllık dönemde gelişmekte olan ülkeler ortalama yüzde 6,66 büyürken, gelişmiş ülkelerin büyümesi yüzde 1,44 olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler arasındaki büyüme farkı, Balassa-Samuelson etkisinin gelişmekte olan ülkeler için daha yüksek olacağını, dolayısı ile reel efektif döviz kurunun gelişmekte olan ülkeler için artacağını ima etmektedir (Choudhri ve Khan (2004)).

Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki reel kur farklılaşmasına sebep olan bir diğer unsur ise, gözlenen hızlı iktisadi büyüme ile gelişmekte olan ülkelerin tükettiği mal ve hizmetlerin yenilik derecesinin ve kalitesinin gelişmiş ülkelere göre daha hızlı artmasına bağlıdır. Buna istinaden, gelişmekte olan ülkelerin enflasyonunda daha yüksek miktarda pozitif yönlü yanlılık gözlenecektir. Bils ve Klenow (2001) kalite yanlılığını ABD ekonomisi için, çalışmada kullandıkları ürün sepeti özelinde, yıllık yüzde 2,2 olarak tahmin etmektedir. Arslan ve Ceritoğlu (2011) çalışması, Bils ve Klenow (2001) çalışmasında kullanılan ekonometrik tahmin yöntemi ile kalite yanlılığının Türkiye ekonomisi için yaklaşık yıllık yüzde 3 olarak tahmin etmektedir. Benzer bir biçimde, Filho ve Chamon (2008), Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler arasında yer alan Brezilya ve Meksika için enflasyon seviyesindeki kalite yanlılığının yaklaşık ortalama yıllık yüzde 3 puan olduğunu tahmin etmektedir. Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki enflasyon

ölçüm yanlılığındaki bu farklılık reel efektif döviz kurunun hesaplandığı 1 numaralı denklemde gelişmekte olan ülkelerdeki fiyat artışını gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek göstermekte, dolayısı ile reel kurda ölçüm kaynaklı artışlara sebep olabilmektedir. Bir başka deyişle, bütün faktörler veri iken, ABD için yüzde 2,2 oranında ve Türkiye, Brezilya ve Meksika için elde edilen yaklaşık yüzde 3 oranında tahmin edilen kalite yanlılığından dolayı ABD doları bu ülkelerin para birimleri karşısında reel olarak yıllık yüzde 0,8 oranında değer kaybetmiş görünmektedir. Bu durum, fiyat endekslerinde kullanılan mal ve hizmetlerin kalite iyileşmelerinin ölçümünde karşılaşılan zorluklar nedeniyle, gerçekte olmamasına rağmen, ABD dolarının bu ülkelerin para birimleri karşısında geçtiğimiz 8 yıllık dönemde toplamda yüzde 6,4'lik bir reel değer kaybına ulaştığı anlamına gelmektedir.

Özetle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki hem büyüme oranları hem de kalite yanlılığı farkları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kurlarının uzun dönemde birbirinden ayrışmasına sebep olabilmektedir. Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olması, ve Türkiye'nin büyüme oranları ile kalite yanlılığı farklarının bu ülkelere göre daha az olması, Türkiye'nin reel efektif döviz kurundaki gelişmelerin takibi için, gelişmekte olan ülkeleri daha karşılaştırılabilir kılmaktadır.

Kaynakça

- Arslan, Yavuz ve Evren Ceritoğu (2011), "Quality Growth versus İnflation in Tukey", Yayınlanma aşamasında.
- Bils, Mark and Klenow, Peter (2001), "Quantifying Quality Growth", American Economic Review, 91 (4), pp. 1006 – 1030.
- Choudhri, Ehsan and Mohsin Khan (2004), "Real Exchange Rates In Developing Countries: Are Balassa-Samuelson Effects Present?", IMF Working Paper, No. 04/188.
- Saygılı , Hülya, Mesut Saygılı, ve Gökhan Yılmaz (2010), "Türkiye İçin Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri", TCMB Çalışma Tebliği, 10/12.
- Filho, Carvalho and Chamon, Marcos (2008), "The Myth of Post-Reform Income Stagnation: Evidence from Brazil and Mexico", IMF Working Paper, No. 08/197.

