

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

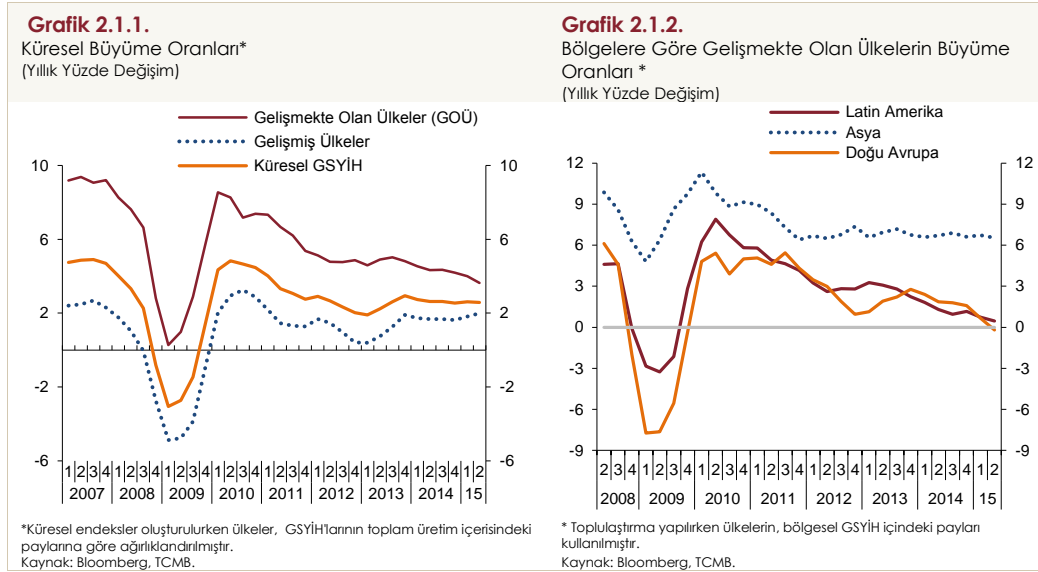
2015 yılının ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet zayıf seyrini devam ettirmiş; söz konusu zayıf seyrinde gelişmekte olan ülkelerin olumsuz büyüme performansı belirleyici olmaya devam etmiştir. Çin ekonomisinde süregelen yavaşlama ve bunun emtia piyasası ile küresel ticaret üzerindeki etkileri gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Nitekim, emtia ihracatçısı olan ve Çin ile güçlü ticaret ilişkileri bulunan gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinde yakın dönemde aşağı yönlü güncellemeler olmuştur. Gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında ise, başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere, ılımlı büyüme performansının yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğini söylemek mümkündür. Öte yandan, düşük seyretmeye devam eden emtia fiyatları emtia ihracatçısı olan gelişmiş ülke ekonomilerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Önümüzdeki döneme bakıldığında, Çin'in büyüme performansının, küresel iktisadi faaliyetin seyri üzerinde en önemli aşağı yönlü risk unsurlarından birini oluşturduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda, Çin'deki yavaşlamanın devam etmesi ve buna paralel olarak ithalatının daha da zayıflaması durumunda, emtia fiyatlarının düşüşü ve küresel ticaretteki yavaşlama devam edebilecek ve bu durum küresel büyüme görünümünün bir müddet daha zayıf seyretmesine neden olabilecektir.

Emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, enerji fiyatları ağırlıklı olmak üzere, yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Çin ekonomisindeki durağan görünüm başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere talebin zayıf seyri, söz konusu düşüşte belirleyici olmuştur. Bu etkilerin yakın dönemde de emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü fiyat baskısı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir. Petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşün gelişmiş ülke ekonomileri enflasyon oranlarını baskılamaya devam ettiği gözlenmektedir. Söz konusu ülke grubundaki döviz kuru gelişmeleri de enflasyon oranları üzerinde benzer yönlü bir etkiye yol açmaktadır. Öte yandan, emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı düşüşler, emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülke ekonomilerinden sermaye çıkışlarına yol açarak döviz kuru ve dolayısıyla enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir etki oluşturmaktadır. Yakın dönemde, Çin ekonomisindeki yavaş büyümenin devam ettiği ve ABD Merkez Bankası (Fed)'nin faiz artırımını uzun süre ötelemediği varsayımı altında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke enflasyon oranlarındaki ayrışmanın önümüzdeki dönemde devam edebileceği düşünülmektedir.

Çin ekonomisindeki olumsuz seyir, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf büyüme performansı ve Fed'in faiz artışı yapacağı beklentisine paralel olarak yılın üçüncü çeyreğinde risk iştahı oldukça zayıf seyretmiş; anılan dönemde, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları artarak devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, büyüme görünümündeki aşağı yönlü risklere rağmen sermaye akımlarındaki zayıflama ve küresel para politikalarına dair belirsizlikler nedeniyle politika faizlerini çoğunlukla sabit tutmayı tercih etmişlerdir. ABD'de iktisadi faaliyetteki ve iş gücü piyasasındaki toparlanmanın gücüne dair gelen görece zayıf veriler ve küresel ekonomideki yavaşlamanın ABD ekonomisi üzerindeki olası olumsuz etkileri sebebiyle Fed'in, 2015 yılı sona ermeden yapması beklenen faiz artışının, en erken 2016 yılının ilk çeyreğinde yapılabileceğine dair tahminler ağırlık kazanmıştır. Fed'in faiz artışının zamanlamasına ilişkin söz konusu öteleme, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını destekleyebilecek bir gelişme olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf büyüme görünümü, sermaye akımları üzerindeki en önemli aşağı yönlü risk unsuru olmaya devam etmektedir.

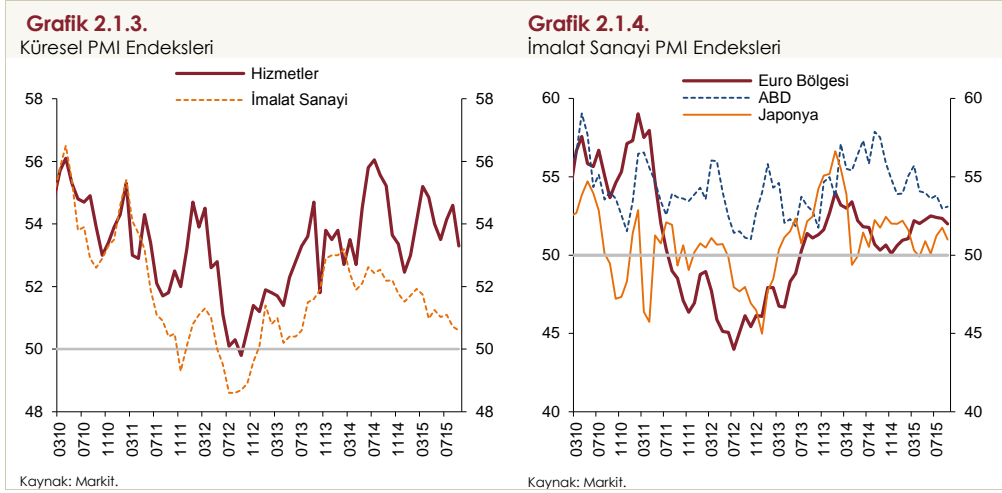
2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyet yılın ikinci çeyreğinde de yavaşlamaya devam etmiş, bu yavaşlamada gelişmekte olan ülkelerde süregelen olumsuz büyüme performansı etkili olmuştur (Grafik 2.1.1). Bu dönemde Çin ekonomisindeki yavaşlama devam ederken; Rusya ve Brezilya ekonomilerindeki daralma çok daha belirgin hale gelmiştir. Anılan dönemde, gelişmekte olan ülkelerin yıllık büyüme hızı, Doğu Avrupa bölgesinde eksiye dönerken; Latin Amerika bölgesinde ise sıfıra çok yaklaşmıştır (Grafik 2.1.2). Buna karşın, başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkeler olumlu bir büyüme performansı sergilemiş ve yılın ikinci çeyreğinde bu ülkelerin büyüme hızı bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1).



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, küresel ekonomideki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). ABD ve Euro Bölgesi'ne ait imalat sanayii PMI endeksleri, yılın üçüncü çeyreğinde, her iki ekonomide de olumlu büyüme görünümünün devam ettiğini; ancak bir önceki çeyreğe kıyasla büyüme hızlarının bir miktar ivme kaybettiğini göstermektedir (Grafik 2.1.4). Özellikle, ABD'nin Ağustos ve Eylül aylarına ilişkin tarım dışı istihdam verilerinin beklenenden kötü gelmesi ve bunun sonucunda ekonominin yeni istihdam yaratma kapasitesinin bir önceki yıl seviyesinin altında gerçekleşmesi, ABD'nin büyüme hızındaki ivme kaybını teyid eder niteliktedir. Öte yandan, Japonya ekonomisine ilişkin imalat sanayi PMI endeksindeki olumsuz seyrin yılın üçüncü çeyreğinde olumluya döndüğü görülmektedir (Grafik 2.1.4). Gerek bu durum gerekse baz etkisi nedeniyle, Japonya'da üçüncü çeyrekte yıllık büyüme hızının pozitifte dönebileceği tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI endeksleri, yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayi ve hizmetler alt endekslerinde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, özellikle Çin, Polonya ve Meksika'ya ait imalat sanayi PMI endeksleri, bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde gerilemiştir. Ayrıca, anılan dönemde Çin'e ilişkin endişeler nedeniyle finansal piyasalarda oynaklık artmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu nedenlerle, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde görülen yavaşlamanın 2015 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir.

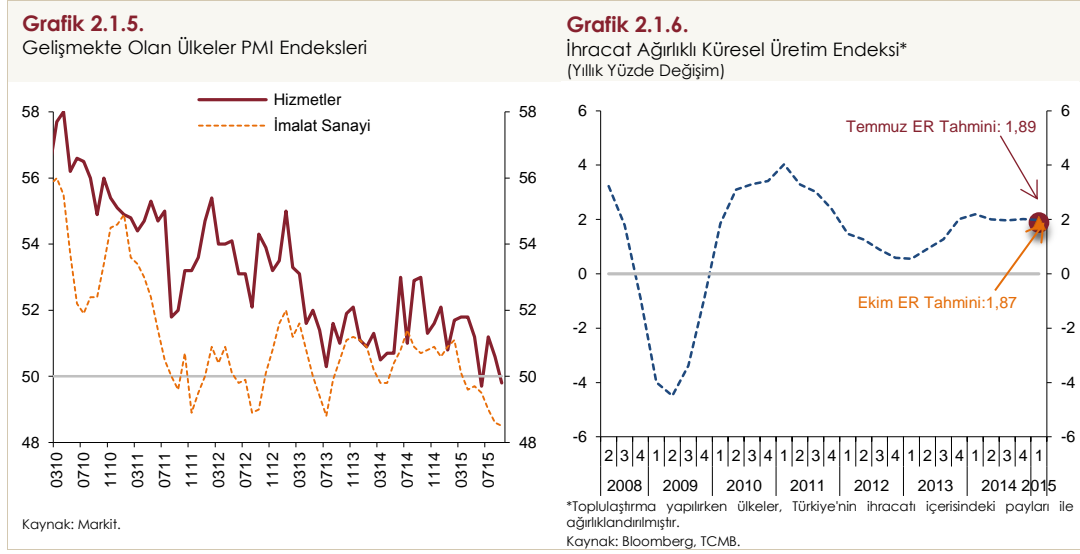


Özetle, küresel ekonominin, büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yılın üçüncü çeyreğinde de yavaşlamaya devam edebileceği ve küresel büyüme hızının bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir. Ekim ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2015 yılı büyüme tahmini, Temmuz Enflasyon Raporu dönemi tahmininden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Tablo 2.1.1). Ancak, gelişmiş ülkeler grubunda 2015 yılı büyüme tahminlerinin, ABD için yukarı yönlü, Japonya için ise aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise, gerek 2015 gerekse 2016 yıl sonu büyüme tahminleri, özellikle Latin Amerika bölgesi için çok daha belirgin olmak üzere, aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, Ekim ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Bu durum, Türkiye'nin dış talebinde süregelen zayıf görünümün önümüzdeki dönemde de devam edebileceğine işaret etmektedir.

Tablo 2.1.1.
2015 ve 2016 Yıl Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

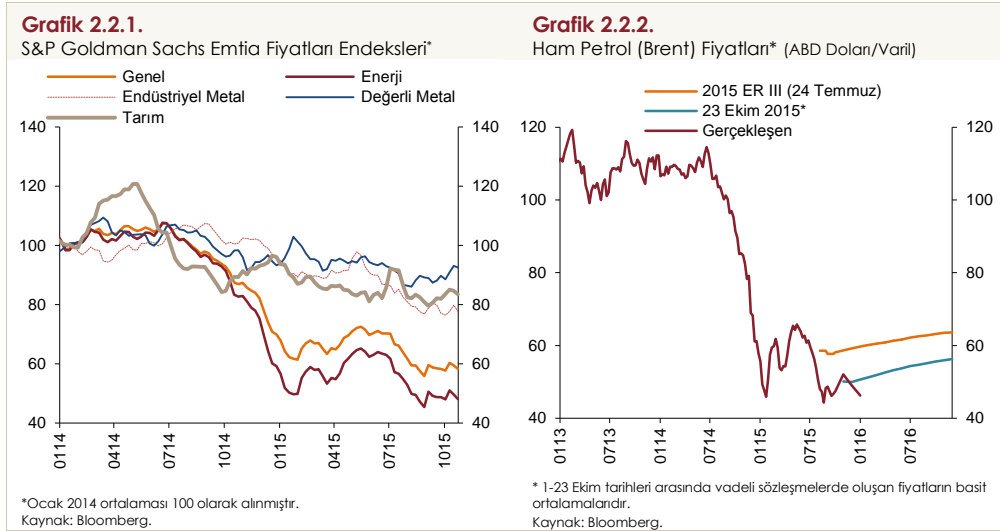
| | Temmuz | | Ekim | |
|--------------------------------|--------|------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| Dünya | 2,6 | 3,1 | 2,5 | 2,9 |
| <i>Gelişmiş Ülkeler</i> | | | | |
| ABD | 2,4 | 2,8 | 2,5 | 2,6 |
| Euro Bölgesi | 1,5 | 1,8 | 1,5 | 1,7 |
| Almanya | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,9 |
| Fransa | 1,2 | 1,6 | 1,1 | 1,5 |
| İtalya | 0,7 | 1,2 | 0,8 | 1,3 |
| İspanya | 3,0 | 2,6 | 3,2 | 2,7 |
| Japonya | 1,0 | 1,7 | 0,6 | 1,3 |
| İngiltere | 2,5 | 2,4 | 2,5 | 2,4 |
| <i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i> | | | | |
| Asya Pasifik* | 5,9 | 6,0 | 5,8 | 5,7 |
| Çin | 6,8 | 6,7 | 6,8 | 6,5 |
| Hindistan | 7,7 | 8,0 | 7,5 | 7,8 |
| Latin Amerika | 0,0 | 1,5 | -0,7 | 0,5 |
| Brezilya | -1,6 | 0,6 | -2,8 | -1,0 |
| Doğu Avrupa | 0,0 | 2,1 | -0,1 | 1,7 |
| Rusya | -3,5 | 0,4 | -3,9 | -0,1 |

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.



2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

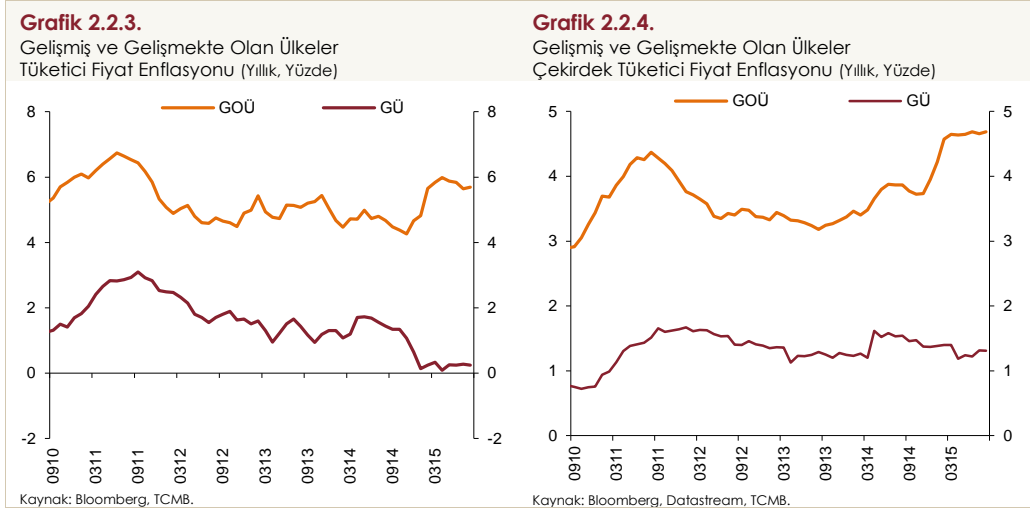
2015 yılının üçüncü çeyreğinde emtia fiyatları genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 18,5 oranında düşmüştür. Bu dönemde değerli metaller yatay seyrederken, enerji endeksi yüzde 23,2; endüstriyel metaller endeksi yüzde 9,5; tarım endeksi ise yüzde 11 oranında düşmüştür. Bu durumda genel olarak, Çin başta olmak üzere, gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki talep yetersizliğinin de etkisi bulunmaktadır. Oldukça düşük seyreden emtia fiyatları, emtia arzında bir düzeltmeyi zorluyor olsa da, söz konusu düzeltmenin, özellikle petrol piyasasında, yavaş gerçekleşiyor olması emtia fiyatları üzerindeki aşağı yönlü fiyat baskısını devam ettirmektedir (Grafik 2.2.1).



Petrol fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde önemli miktarda düşüş göstermiştir. Düşük petrol fiyatlarının petrol ihracatçısı ülke bütçeleri üzerindeki olumsuz etkilerinin görünür olmaya başlaması ile birlikte OPEC'in düşük fiyat politikasının sürdürülebilirliği konusunda artan kuşku ve Çin'in yürüttüğü genişlemeci ekonomi politikalarının petrol fiyatları üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, Ortadoğu ülkeleri eksenli jeopolitik risklerdeki artışın da petrol fiyatları üzerindeki etkisi sınırlı

düzeylerde kalmıştır. Bu bağlamda, Temmuz ayında ortalama 59 ABD dolarından işlem gören Aralık 2015 vadeli Brent tipi ham petrol kontratı 23 Ekim itibarıyla, aylık ortalama 49,9 ABD dolarından işlem görmüştür (Grafik 2.2.2). OPEC ve OPEC dışı petrol ihracatçılarının petrol arzını kısıacak bir politika değişikliğine gidip gitmeyecekleri ve jeopolitik risklerin seyri önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarının gelişimini belirleyecek temel faktörler olarak ön plana çıkmaktadır. ABD kaya petrolü sektöründe bir daralma yaşanırken İran petrolünün uluslararası piyasalara girme olasılığı ise arzı dengeleyebilecek bir unsur olmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde, kısa vadede, küresel arz fazlası görünümünün petrol fiyatlarındaki mevcut seviyeleri destekleyici nitelikte olduğu değerlendirilmektedir.

Geçtiğimiz rapor döneminden bugüne, petrol fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler grubu enflasyon oranlarında sınırlı bir düşüş yaşanmıştır. Çekirdek enflasyon oranlarında ise, her iki ülke grubunda da, sınırlı bir artış söz konusudur (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Bununla birlikte Rusya, Brezilya, Arjantin gibi bazı emtia ihracatçısı ülkelerde enflasyon oranları artış göstermiştir.



2015 ve 2016 yıl sonlarına ilişkin küresel enflasyon beklentilerinin, geçtiğimiz rapor dönemine göre, gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmiş ülkeler grubunda ise sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellemeler söz konusudur. Gelişmekte olan ülkeler enflasyon beklentilerindeki artış esas olarak Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle Brezilya ve Rusya'da enflasyon beklentilerinin bir miktar daha bozulduğu görülmektedir (Tablo 2.2.1).

Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş, gelişmiş ülke ekonomileri enflasyon oranlarını baskılamaya devam etmektedir. Emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülkelere ise bu durum beklentileri bozarak enflasyonu yukarı yönlü etkilemektedir. Buna ilaveten, her iki ülke grubundaki döviz kuru gelişmeleri de enflasyon oranları eğilimlerini desteklemektedir. Bu bağlamda, değerlendirilmekte olan ABD doları ABD enflasyonunu baskılamakta; değer kaybetmekte olan Rusya, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelere para birimleri söz konusu ülkelerdeki enflasyon rakamlarını yukarı çekmektedir. Küresel ekonomideki ve önemli bir emtia ithalatçısı olan Çin'deki yavaş büyümenin devam edeceği ve Fed'in faiz artışını uzun süre ertelemeyeceği varsayımları altında mevcut enflasyon görünümünün -gelişmiş

ülkelerde düşük seviyelerde, gelişmekte olan ülkelerde ise yukarı yönlü olacak şekilde- kısa vadede devam edebileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.

2015 ve 2016 Yılı Sonlarına İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

| | Temmuz | | Ekim | |
|--------------------------------|--------|------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| Dünya | 2,6 | 3,1 | 3,2 | 3,6 |
| <i>Gelişmiş Ülkeler</i> | | | | |
| ABD | 0,2 | 2,2 | 0,2 | 1,8 |
| Euro Bölgesi | 0,2 | 1,3 | 0,1 | 1,1 |
| Almanya | 0,6 | 1,6 | 0,3 | 1,4 |
| Fransa | 0,3 | 1,2 | 0,1 | 1,0 |
| İtalya | 0,2 | 1,1 | 0,1 | 0,9 |
| İspanya | -0,2 | 1,1 | -0,4 | 0,9 |
| Yunanistan | -1,3 | 0,3 | -1,3 | 2,1 |
| İngiltere | 0,2 | 1,6 | 0,1 | 1,4 |
| Japonya | 0,8 | 1,1 | 0,8 | 0,8 |
| <i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i> | | | | |
| Asya Pasifik* | 2,0 | 2,5 | 2,0 | 2,6 |
| Çin | 1,4 | 1,9 | 1,6 | 2,1 |
| Hindistan | 5,4 | 5,6 | 5,0 | 5,4 |
| Latin Amerika | 14,5 | 12,0 | 24,6 | 25,1 |
| Brezilya** | 8,4 | 5,5 | 9,7 | 6,1 |
| Doğu Avrupa | 8,0 | 5,6 | 8,4 | 5,8 |
| Rusya | 12,0 | 6,8 | 13,1 | 7,2 |

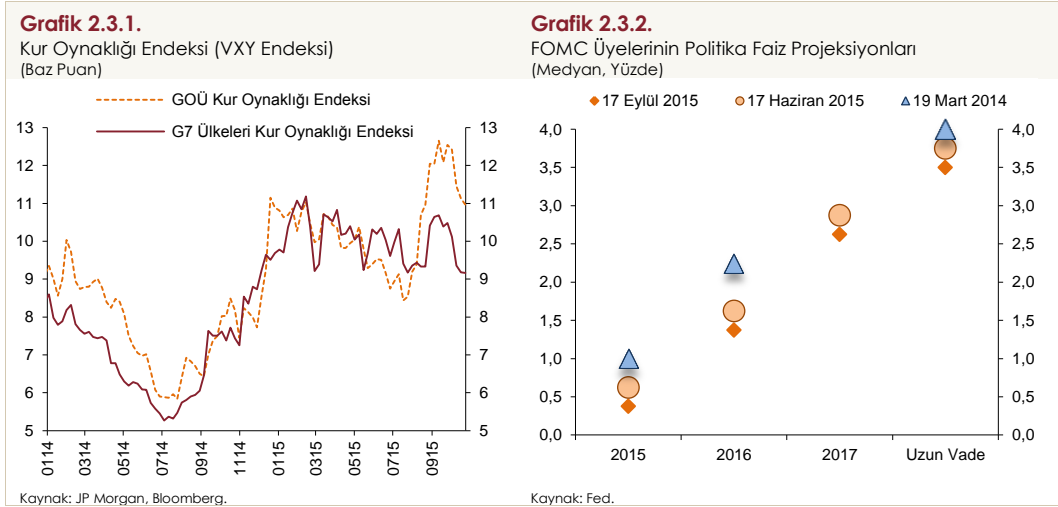
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

** Aralık/Aralık enflasyonu.

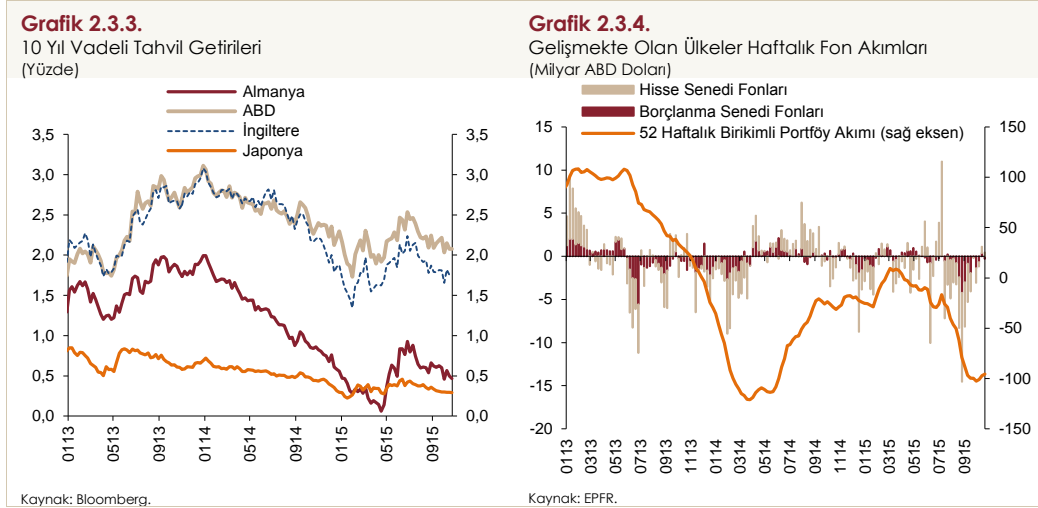
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

Küresel iktisadi faaliyette yavaşlamanın devam ettiği yılın üçüncü çeyreğinde özellikle Çin ekonomisine ilişkin endişeler ve Fed'in politika faiz artışının beklendiği tarihin giderek yaklaşması küresel risk iştahının hızla gerilemesine yol açmıştır (Grafik 2.3.1). Bununla birlikte, özellikle Çin Merkez Bankası'nın Ağustos ayı sonunda faiz indirmesi ve takip eden süreçte Fed'in de ilk faiz artırımını bir süre daha erteleyeceğine ilişkin sinyaller vermesi sonucunda risk iştahındaki bozulma eğilimi tersine dönmüştür (Grafik 2.3.2). Risk iştahındaki olumsuz seyrin yanı sıra yakın dönemde ABD'nin tarım dışı istihdama ilişkin verilerinin beklenenden kötü gelmesi ve küresel ekonomideki yavaşlığın ABD ekonomisini de olumsuz etkileyebileceğine dair değerlendirmeler ile finansal piyasalarda Fed'in ilk faiz artışını 2016 yılına erteleyebileceği algısı yaygınlaşmıştır.



Fed'in faiz artışlarını erteleyebileceğine ilişkin piyasa algısı ve diğer önde gelen merkez bankalarının da gevşek para politikası uygulamalarını sürdüreceğine ilişkin beklentiler sonucunda gelişmiş ülkelerde uzun vadeli getiriler Temmuz ayından itibaren yeniden gerilemeye başlamıştır (Grafik 2.3.3). Öte yandan, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke borsalarında bir süredir devam eden ve Ağustos ayından itibaren hızlanan değer kaybetme eğilimi Ekim ayında yerini yeni bir toparlanma eğilimine bırakmıştır..

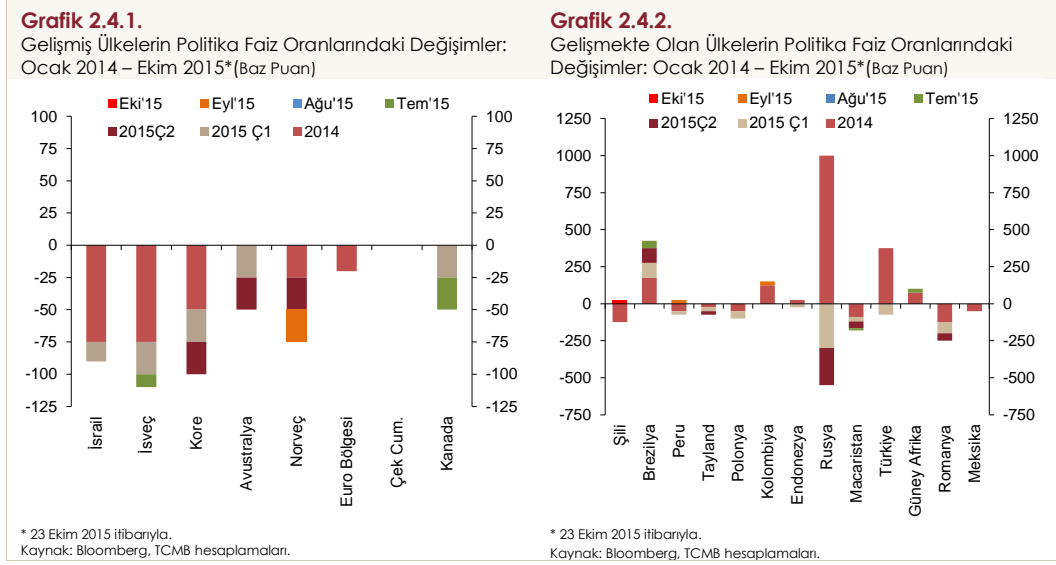


Son dönemde küresel risk iştahında gözlenen hızlı gerileme eğilimi, gelişmekte olan ülkeler aleyhine risk algılamalarının bozulmasına yol açmış, özellikle Asya-Pasifik ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülke risk primlerinde Eylül ayı sonlarına dek belirgin artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Risk primlerindeki bu artış eğilimi Ekim ayından itibaren Fed'e ilişkin politika faiz beklentilerindeki hızlı gerileme ile birlikte sona ermiştir. Bu gelişmelere paralel olarak Ağustos ve Eylül aylarında uluslararası yatırımcılar risk almaktan daha fazla kaçınmış ve yılın üçüncü çeyreğinde, gelişmekte olan ülke hisse senedi ve borçlanma senedi piyasalarında büyük çaplı sermaye çıkışları gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.4). Söz konusu sermaye çıkışları, Eylül ayı FOMC toplantısının ardından bir miktar hız kaybetmekle birlikte, Ekim ayına kadar devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde sermaye hareketlerinin büyük ölçüde Fed'in politika kararları ve sinyalleri tarafından şekillenmesi beklenmektedir. Fed'in politika faizinde beklenen artışın bir süre daha yapılmayacağına ilişkin sinyaller gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını destekleyecek bir gelişme olarak ortaya çıksa da; söz konusu politika faizi artışının zamanlamasına ilişkin belirsizliğin devam etmesi ve Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf büyüme görünümü, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2015 yılının üçüncü çeyreğinde, küresel para politikası kararlarının genel itibarıyla politika faizlerini sabit tutmak yönünde olduğu gözlenmiştir. Gelişmiş ülkeler grubu içerisinde, Temmuz ayında Kanada ve İsveç merkez bankalarının yaptıkları indirimlerin ardından, Eylül ayında Yeni Zelanda ve Norveç merkez bankalarının politika faizlerini 25'er baz puan aşağı çektiği görülmüştür (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelere de benzer bir durum gözlenmiş, politika faizini uzunca bir süredir düzenli olarak düşüren Macaristan ve düzenli olarak artıran Brezilya merkez bankalarının Eylül ayında yaptıkları toplantılarda faiz oranlarını değiştirmedikleri görülmüştür. Buna karşın Çin Merkez Bankası Ağustos ayında 25 ve

Hindistan Merkez Bankası Eylül ayında 50 baz puan faiz indirirken, Peru ve Kolombiya merkez bankaları Eylül ayında 25'er baz puan, Şili Merkez Bankası ise Ekim ayında 25 baz puan artış gerçekleştirmiştir (Grafik 2.4.2).



Fed'in Eylül ayı toplantısında faiz artırımına gitmemiş olması küresel para politikası açısından önemli bir gelişme olmuştur. Yapılan açıklamada henüz gerekli koşulların sağlanmadığına vurgu yapılmış, ancak yılın kalan bölümünde politika faizinde bir artış gerçekleşmesi olasılığı da belirtilmiştir. Fed'in olası faiz artışının zamanlaması ve hızı, finansal piyasaların seyri açısından en önemli belirleyicilerden biri olmaya devam etmektedir. Eylül ayındaki duyuruda yayımlanan tahminler doğrultusunda, Kurul üyelerinin politika faizi beklentilerini her vadede aşağı yönlü güncelledikleri görülmekle birlikte, 2015 yılı için en az bir kez faiz artışı yapılacağı yönündeki beklenti, biraz zayıflamakla birlikte, korunmuştur (Grafik 2.3.2). Sonuç olarak, piyasada Fed politika faizi beklentilerinin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, önemli oranda aşağı yönlü güncellendiği görülmüş ve ilk artışın 2016 yılı ilk çeyreğinde yapılacağına ilişkin tahminler ağırlık kazanmıştır (Grafik 2.4.3).

