

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2015 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla, küresel büyüme uzun dönem ortalamasının oldukça altında seyretmeye devam etmiştir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki söz konusu zayıf görünüm büyük ölçüde, gelişmekte olan ülkeler grubunda büyümenin olumsuz seyrinin devam ediyor olmasından kaynaklanmaktadır. Söz konusu ülke grubu içerisinde, Brezilya ve Rusya ekonomilerinde resesyona devam ederken, Çin ekonomisindeki yavaşlama sürmüştür. Anılan dönemde Çin imalat sanayiine ilişkin açıklanan olumsuz veriler, yavaşlamanın derinleşebileceğine ilişkin endişeleri canlı tutarak, Çin'in başlıca ticaret ortağı olan gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetini olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Buna ilaveten, Çin ekonomisindeki yavaşlamaya bağlı olarak zayıf seyreden emtia talebi; emtia ihracatçısı gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümleri üzerinde aşağı yönlü unsur olmaya devam etmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise, ılımlı büyüme performansı yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Büyüme destekleyici makroekonomi politikalarının sürdürülmesi, düşük emtia fiyatları ve işgücü piyasalarında süregelen iyileşme, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkeler büyümesini güçlendirecek başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

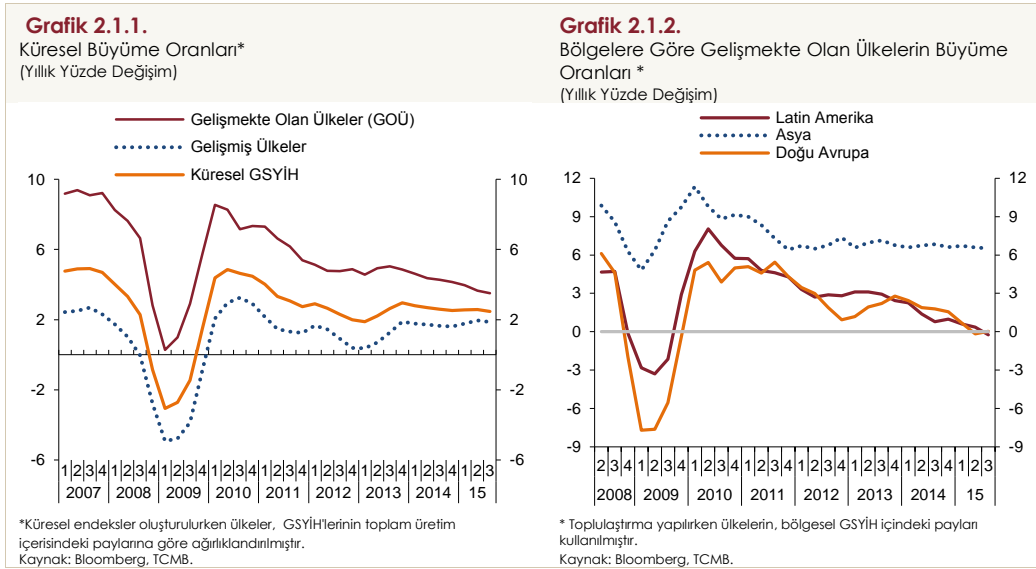
Yılın üçüncü çeyreğinde, zayıf küresel iktisadi faaliyete paralel olarak, emtia fiyatları, temelde enerji fiyatları olmak üzere düşüş eğilimini devam ettirmiştir. Çin ekonomisine dair belirsizlikler ve petrol arz fazlasının sürmesi önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarını baskılamaya devam edebilecektir. Emtia fiyatlarındaki düşüşe karşın, geçtiğimiz rapor döneminden itibaren küresel enflasyon oranlarında sınırlı bir artış gözlenmiştir. Yılın son çeyreğinde enflasyon, gelişmiş ülkelerde ılımlı büyüme performanslarının devamına bağlı olarak; gelişmekte olan ülkelere ise çoğunlukla yerel para birimlerinde gözlenen değer kayıpları neticesinde yükselmiştir.

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bugüne, küresel para politikası açısından meydana gelen en önemli gelişme, ABD Merkez Bankası (Fed)'nin, Aralık 2015 tarihli toplantısında, beklentiler ile uyumlu olarak, politika faizini artırmış olmasıdır. Önümüzdeki dönemde Fed'in politika faizini ne hızla ve ne ölçüde artıracığına ilişkin beklentiler uluslararası finansal piyasalar ve portföy hareketleri üzerinde belirleyici olacaktır. Her ne kadar Fed Kurul üyelerinin güncel tahminleri 2016 yılı içerisinde yapılacak toplam sekiz toplantının dördünde faiz artışı yapılacağına işaret etse de, enflasyon oranları üzerindeki, özellikle emtia fiyatları kaynaklı aşağı yönlü baskı politika faiz patikasının daha yatay bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere olumsuz seyreden büyüme performansı, jeopolitik riskler ve özellikle Çin ekonomisindeki yavaşlamanın derinleşebileceğine ilişkin endişeler nedeniyle küresel risk iştahı yılın son çeyreğinde de düşük düzeylerde kalmıştır. Buna bağlı olarak, gelişmekte olan ülke risk primlerinde artış eğilimi gözlenirken hisse senedi ve borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Ne var ki, Fed'in faiz artışının beklentiler dahilinde gerçekleşmiş olması nedeniyle, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları üzerinde belirgin bir ek olumsuz etki gözlenmemiştir. Diğer taraftan, Çin ekonomisi başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere iktisadi faaliyetin zayıf seyri, önümüzdeki dönemde, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

## 2.1. Küresel Büyüme

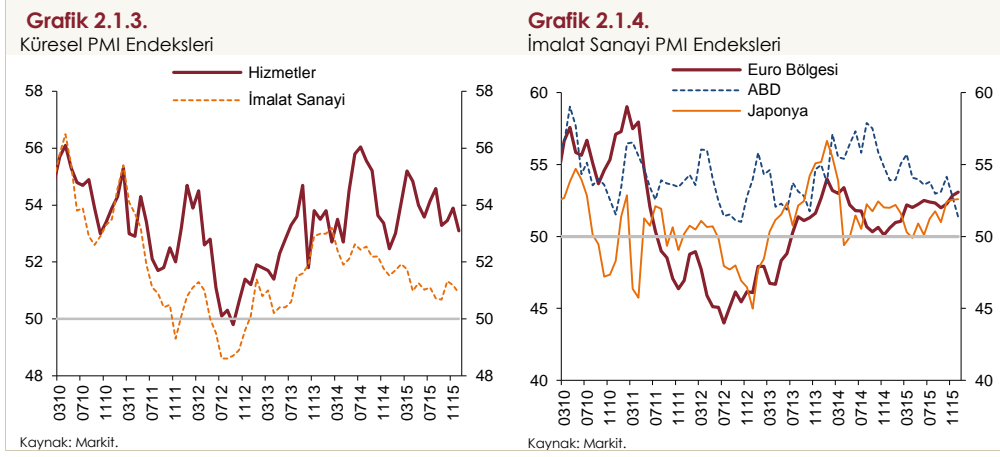
Küresel iktisadi faaliyette, büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yaşanan yavaşlama eğilimi, 2015 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). Bu dönemde gelişmiş ülkelerin büyüme hızı, bir önceki döneme göre sınırlı bir azalış kaydetse de, ılımlı seyrini sürdürmüştür. Euro Bölgesi ve Japonya'daki olumlu performansa karşın, ABD ekonomisinin büyüme hızında meydana gelen düşüş, anılan dönemde gelişmiş ülkeler büyümesini yavaşlatan en önemli faktör olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Çin ekonomisindeki yavaşlama ile Rusya ve Brezilya ekonomilerinde süregelen daralma çok daha belirgin hale gelmiştir. Bölgesel olarak değerlendirildiğinde, yılın üçüncü çeyreğinde büyüme hızının Doğu Avrupa'da sıfıra çok yaklaştığı, Latin Amerika'da ise eksi olarak gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 2.1.2).



2015 yılının son çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, bir önceki çeyreğe göre imalat sanayi için daha olumlu, hizmetler sektörü için ise daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Anılan dönemde Euro Bölgesi ve Japonya'ya ilişkin imalat sanayi PMI endeksleri, her iki ekonomide de olumlu büyüme görünümünün devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Buna karşın ABD ekonomisine ilişkin PMI endeksi, gerek imalat sanayi gerekse hizmetler sektörü için, bir önceki çeyreğe kıyasla olumsuz bir seyir izlemiştir. Bu nedenle, 2015 yılının son çeyreğinde ABD ekonomisinin üçüncü çeyreğe göre daha düşük bir büyüme hızı sergilemiş olduğu tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI endeksleri, 2015 yılının dördüncü çeyreğinde imalat sanayi için yükselirken, hizmetler sektörü için ise gerilemiştir (Grafik 2.1.5). Ancak, imalat sanayi PMI endeksinin halen 50 nötr seviyesinin altında seyrettiği görülmektedir. Bu dönemde Çin ekonomisindeki yavaşlama devam etmiş ve yıllık bazda son çeyrek büyümesi yüzde 6,8 olarak gerçekleşmiştir. Anılan dönemde ülke bazında göstergeler, Brezilya'da süregelen ekonomik daralmanın geçtiğimiz yılın son çeyreğinde daha da derinleştiğine, ancak Rusya'daki ekonomik gerilemenin bir miktar ivme kaybettiğine işaret etmektedir. Ayrıca, Çek Cumhuriyeti, Hindistan ve Güney Afrika'ya ilişkin imalat sanayi PMI endeksleri bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde gerilerken diğer gelişmekte olan ülkelerde ise daha olumlu bir

seyir izlenmiştir. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde görülen yavaşlamanın 2015 yılının son çeyreğinde de devam ettiğini söylemek mümkündür.

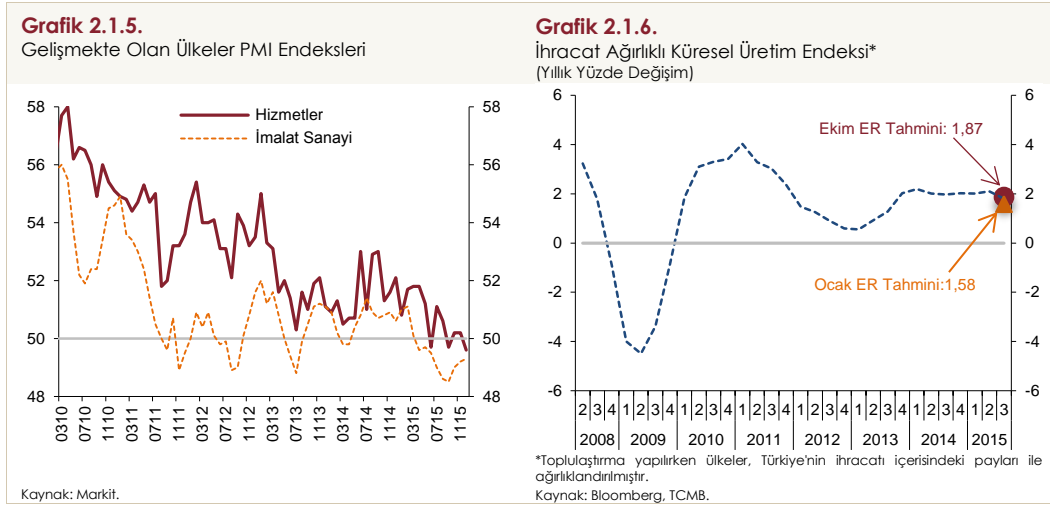


Sonuç olarak, küresel ekonominin, büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak geçtiğimiz yılın son çeyreğinde de yavaşlamaya devam edeceği ve küresel büyüme hızının bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşebileceği değerlendirilmektedir. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2015 yılı büyüme tahmini, Ekim Enflasyon Raporu dönemi tahminine göre 0,1 puan yukarı yönde güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Gelişmiş ülkeler grubuna bakıldığında, 2015 yılı büyüme tahminlerinin, ABD ve İngiltere için aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise, 2015 yıl sonu büyüme tahmini Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgeleri için yukarı yönlü güncellenmiştir. Ancak, Brezilya ekonomisine ilişkin büyüme tahmininin belirgin bir şekilde aşağı yönde güncellendiği göze çarpmaktadır. Asya Pasifik bölgesine ilişkin tahminler ise değişmemiştir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı, Ekim Enflasyon Raporu dönemi büyüme hızına göre gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Dolayısıyla, Türkiye'nin dış talebindeki zayıf görünümün 2015 yılının son çeyreğinde de devam etmiş olduğunu söylemek mümkündür.

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

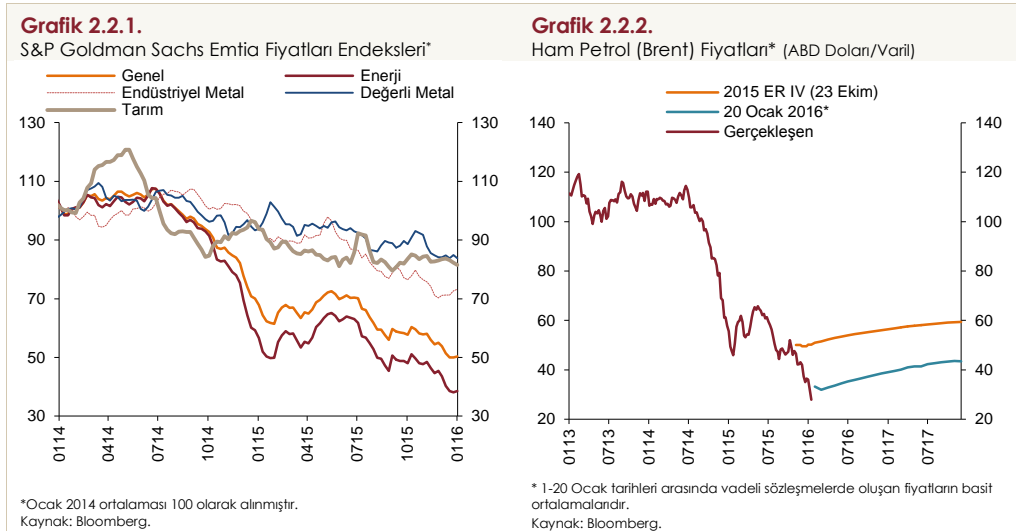
	Ekim		Ocak	
	2015	2016	2015	2016
Dünya	2,5	2,9	2,6	2,7
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,5	2,6	2,4	2,4
Euro Bölgesi	1,5	1,7	1,5	1,7
Almanya	1,8	1,9	1,7	1,8
Fransa	1,1	1,5	1,1	1,4
İtalya	0,8	1,3	0,7	1,3
İspanya	3,2	2,7	3,2	2,7
Japonya	0,6	1,3	0,6	1,2
İngiltere	2,5	2,4	2,3	2,3
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler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

\* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.  
Kaynak: Consensus Forecasts.



## 2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

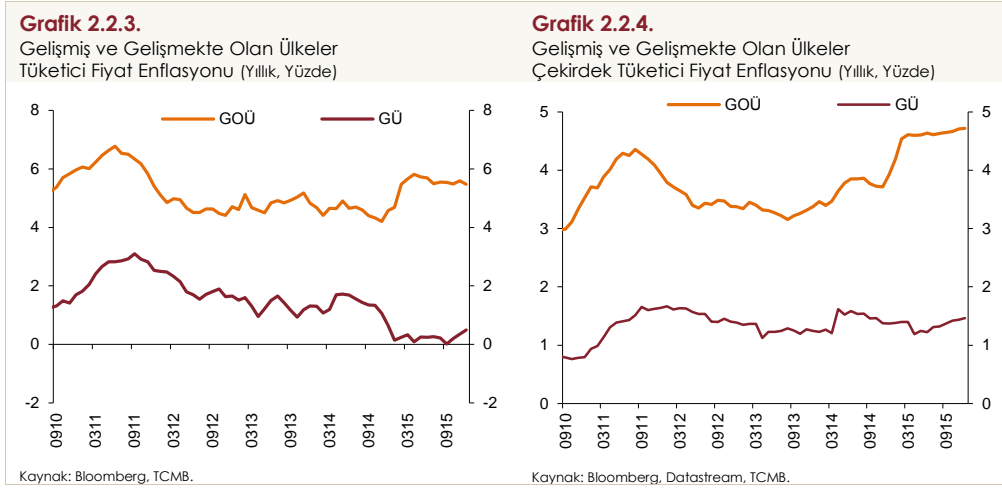
2015 yılının son çeyreğinde emtia fiyatları genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 13,3 oranında değer kaybetmiştir. Alt endekslerde enerji endeksi yüzde 20,1, endüstriyel metaller endeksi yüzde 6, tarım endeksi ise yüzde 2,4 oranında değer kaybederken; değerli metaller endeksinde önemli bir değişim olmamıştır. Anılan dönemde, Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki emtia talebinin, üretim ve stok rakamlarının gerisinde kalmasının bir sonucu olarak emtia fiyatlarındaki zayıflığın artarak devam ettiği görülmektedir (Grafik 2.2.1).



Petrol fiyatları yılın son çeyreğinde de azalış eğilimini devam ettirerek son dönemin en düşük seviyelerine inmiştir. Başta Suudi Arabistan ve Rusya olmak üzere, düşük petrol fiyatlarının petrol ihracatçısı ülke bütçeleri üzerindeki olumsuz etkileri düşük fiyat politikalarının sürdürülebilirliği konusunda kuşku oluştursa da; Aralık 2015 tarihi OPEC toplantısında herhangi bir üretim kotası seviyesi üzerinde anlaşılmamış olması, ABD petrol ihracatı üzerindeki yasakların kaldırılması ve İran üstündeki ambargonun son bulması pazar payı rekabetinin bir süre daha petrol fiyatlarını baskı altında tutacağına işaret etmektedir. Sonuç olarak, Ekim ayında ortalama 56 ABD dolarından işlem gören Aralık 2017 vadeli Brent

tipi ham petrol kontratı 20 Ocak itibarıyla, aylık ortalama 43,5 ABD dolarından işlem görmüştür (Grafik 2.2.2). Bu görünümde, Ortadoğu ve Afrika'da artmakta olan jeopolitik risklerin petrol fiyatlarında yukarı yönlü risk oluşturabilecek bir faktör olduğu değerlendirilmektedir.

Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler grubu enflasyon ve çekirdek enflasyon oranlarında sınırlı bir artış yaşanmıştır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Artışlar, gelişmiş ülkeler grubunda büyük ölçüde, ABD, Euro Bölgesi, İngiltere ve Japonya kaynaklı gerçekleşirken; gelişmekte olan ülkeler grubunda ise daha çok Brezilya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye kaynaklı olmuştur. 2016 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında ise, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeler grubunda çoğunlukla Brezilya ve Rusya'daki bekleşilerin bozulmasına bağlı olarak, yukarı yönlü güncellemeler söz konusu iken; gelişmiş ülkeler ve Asya-Pasifik ülkeler grubunda ise sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellemeler görülmektedir (Tablo 2.2.1).



Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüşler enflasyon oranlarını baskılamaya devam etse de fiyatlardaki değişimin 2016 yılında daha sınırlı olacağı varsayımı altında, 2016 yılı enflasyonunun bütün ülke gruplarında baz etkisi kaynaklı artabileceği öngörülmektedir. Gelişmiş ülkeler grubunda çekirdek enflasyon oranlarının, petrol fiyatlarının düşmeye başladığı 2014 yılı ortaları seviyelerinde ya da üzerinde seyrediyor olması da, enflasyon oranlarının 2016 yılında 2014 yılı öncesi seviyelerine ulaşabileceğine işaret etmektedir. Çin ekonomisinin ve ABD para politikasındaki normalleşme sürecinin küresel finansal etkilerine ilişkin belirsizlikler emtia fiyatları ve enflasyon görünümü üzerindeki temel risk unsurları olarak ön plana çıkmaktadır. Özellikle Çin para birimi yuanın değer kaybetmeye devam etmesinin küresel düzeyde dezenflasyonist etkileri olabileceği değerlendirilmektedir.

**Tablo 2.2.1.**  
2016 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri  
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Ekim 2015	Ocak 2016
Dünya	3,6	2,6****
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>		
ABD	1,8	1,5
Euro Bölgesi	1,1	0,8
Almanya	1,4	1,1
Fransa	1	0,8
İtalya	0,9	0,6
İspanya	0,9	0,7
Yunanistan	2,1	0,1
İngiltere	1,4	1,0
Japonya	0,8	0,6
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>		
Asya Pasifik**	2,6	2,2
Çin	2,1	1,6
Hindistan	5,4	5,3
Latin Amerika	6,7*	10,4****
Brezilya***	6,1	7,0
Doğu Avrupa	5,8	6,0

\*Venezüela hariç tahminleri göstermektedir.

\*\*Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

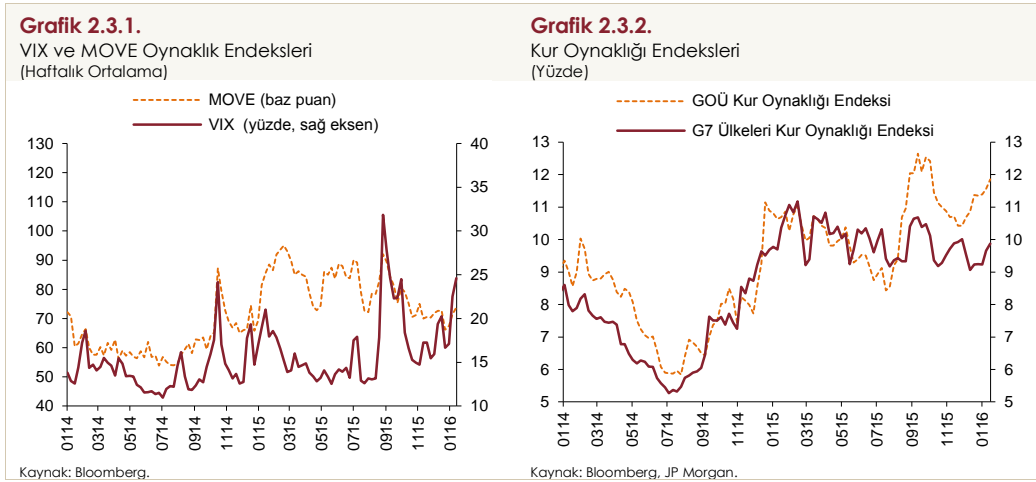
\*\*\*Aralık/Aralık enflasyonu.

\*\*\*\* Yeni metodoloji ile Venezüela dahil tahminler

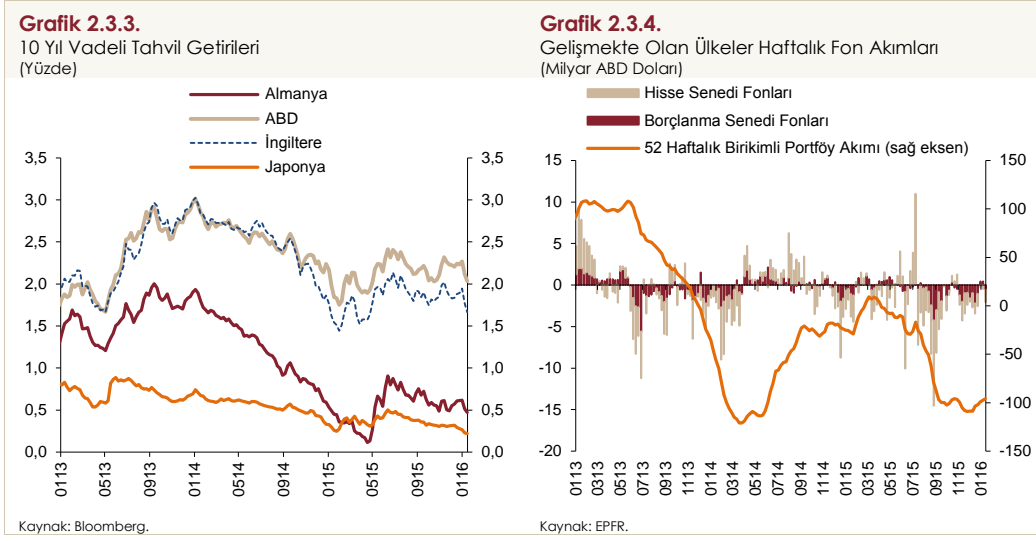
Kaynak: Consensus Forecasts.

### 2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

Gelişmekte olan ülkelerdeki olumsuz büyüme performansının devam etmesi, jeopolitik riskler ve özellikle Çin ekonomisinin seyrine ilişkin endişelerin iyice belirginleşmesi nedeniyle küresel risk iştahı yılın son çeyreğinde de düşük düzeylerde kalmıştır. Fed'in Aralık ayındaki faiz artış kararı sonrasında, önümüzdeki dönemde faiz artışlarının ılımlı ve kademeli gerçekleşeceğine ilişkin piyasa algısı kuvvetlenmiştir. Bu çerçevede, Fed kararının hemen sonrasında küresel oynaklık göstergelerinde bir miktar azalış gözlenmiştir (Grafik 2.3.1). Fakat bu azalış kalıcı olmamış ve 2016 başında temelde Çin kaynaklı endişelerin kuvvetlenmesi ile oynaklıklarda tekrar bir artış yaşanmış, bu oynaklık artışının etkileri gelişmiş ve gelişmekte olan ülke kurlarında da gözlenmiştir (Grafik 2.3.2).



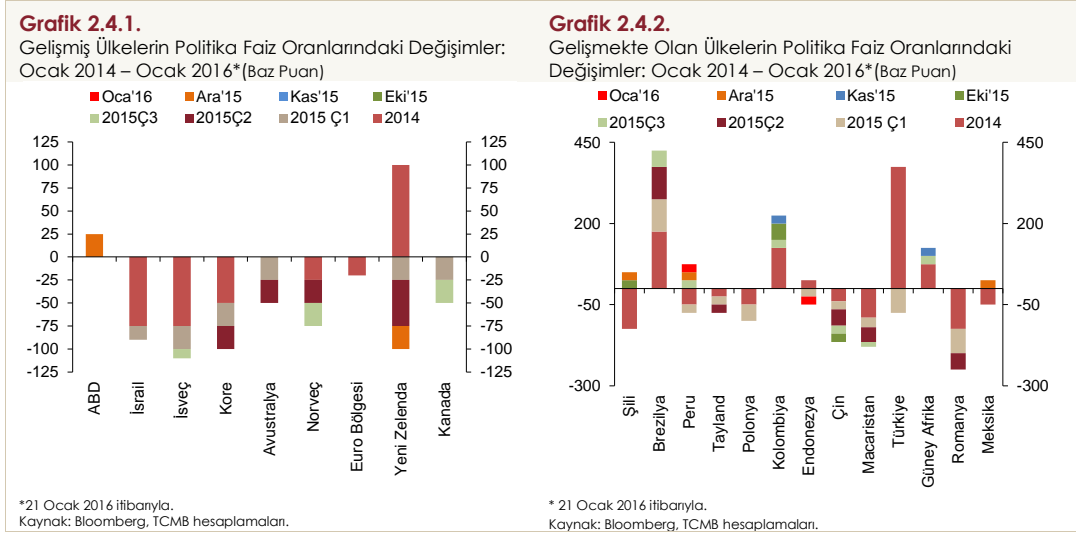
Fed faiz artışı kararı ile birlikte normalleşme sürecinin oldukça kademeli bir şekilde gerçekleştirileceğine ve ekonomik toparlanmanın yakından takip edileceğine dair iletişimde bulunmuştur. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli getiriler karar sonrası yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.3.3).



Küresel risk iştahının düşük seyretmesi, gelişmekte olan ülkelerin zayıf büyüme performansı ve Çin ekonomisinin olumsuz görünümü çerçevesinde bir önceki rapor dönemine göre gelişmekte olan ülke risk primlerinde daha dalgalı bir seyir ve artış eğilimi gözlenmiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Bu bağlamda, gelişmekte olan ülke hisse senedi ve borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar devam etmiştir (Grafik 2.3.4). Aralık ayında yapılan Fed toplantısındaki faiz artışının beklentilere önceden yansımaları ve normalleşme sürecinin kademeli bir şekilde yapılacağı iletimi ile söz konusu kararın portföy akımları üzerinde herhangi bir olumsuz etkisi gözlenmemiştir. Öte yandan, Ocak ayı başında açıklanan Çin Aralık ayı PMI verisinin beklentilerin altında gerçekleşmesi, Çin'e ilişkin halihazırdaki olumsuz görünümü derinleştirmiştir. Çin borsasında büyük bir değer kaybı yaşanmış ve işlemlere ara verilmiştir. Önümüzdeki dönemde Çin'e ilişkin olumsuz görünümün ne ölçüde kalıcı olacağı ve -Brezilya, Rusya ve Güney Afrika başta olmak üzere- diğer gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf ekonomik görünüm, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bununla birlikte, Fed'in politika faizlerindeki artışın kademeli ve ılımlı olacağına ilişkin sinyal vermesi, para politikası normalleşme sürecinin, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarına ilişkin aşağı yönlü ilave bir etki oluşturmayabileceğine işaret etmektedir.

#### 2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, Aralık ayı ortalarında yaptığı yılın son toplantısında politika faizini 25 baz puan artırarak, faiz artırma sürecini başlatmıştır. Söz konusu faiz kararının öncesi ve hemen sonrasında gelişmiş ülkelerde para politikası duruşu açısından bir değişiklik gözlenmemiş; Ekim 2015-Ocak 2016 döneminde Fed haricinde faiz değişikliği yapan tek gelişmiş ülke merkez bankası, 25 baz puanlık indirimle Yeni Zelanda olmuştur (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelerde ise aynı dönemde özellikle bazı Güney Amerika ülkelerinin politika faizlerini Fed kararı öncesinden başlamak üzere artırdıkları görülmektedir. Bu bağlamda Ekim ve Kasım aylarında Kolombiya merkez bankası 75, Şili ve Güney Afrika merkez bankaları ise 25'er baz puan artış gerçekleştirmişlerdir. Fed kararının hemen sonrasında Şili ve Meksika merkez bankaları 25'er baz puanlık artış yapmışlar, Peru Merkez Bankası ise Aralık ve Ocak aylarında toplam 50 baz puanlık artışa gitmiştir. Endonezya merkez bankası ise Ocak ayında politika faizini 25 baz puan aşağı çekmiştir (Grafik 2.4.2).



Geçtiğimiz yılın üçüncü çeyreğinin sonunda ABD ekonomisinin görünümü açısından ortaya çıkan tablo Fed faiz artışının 2016 yılına ötelenebileceğine işaret etmekteydi. Ne var ki, yılın son çeyreğinde bu eğilimin değiştiği ve Fed'in finansal piyasalar ile iletişimde yıl sonu gerçekleşebilecek bir faiz artışına yönelik sözle yönlendirme yaptığı görülmüştür. Bu çerçevede politika faiz artışı piyasa beklentileri dahilinde oluşmuştur. Faiz artırma sürecinin başlaması ile birlikte önümüzdeki dönemde Fed politika faizinin artış hızına ilişkin beklentiler gerek uluslararası finansal piyasalar açısından gerekse portföy hareketleri açısından önemli olacaktır. ABD ekonomisinin, büyüme performansı açısından, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genelinden farklılaşmış olmasına karşın enflasyon üzerinde, özellikle emtia fiyatları kaynaklı olarak, aşağı yönlü baskıların bulunması Fed politika faizinin önümüzdeki dönemde daha yatay bir patika izleyebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Fed, faiz kararı sonrasında yaptığı duyurulara da, yeni faiz artışları gerçekleştirmeden önce, enflasyonun, talepteki canlanma ile birlikte, artış eğilimine girdiğine emin olmak istediğini vurgulamıştır. Bununla birlikte, Para Kurulu üyelerinin güncel tahminlerinin medyan değeri, 2016 yılı için yapılacak sekiz toplantının dördünde faiz artışı yapılacağı yönündedir (Grafik 2.4.3). Ayrıca, politika faizi vadeli işlem oranlarının da geçtiğimiz rapor dönemine göre arttığı görülmektedir (Grafik 2.4.4).

