

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

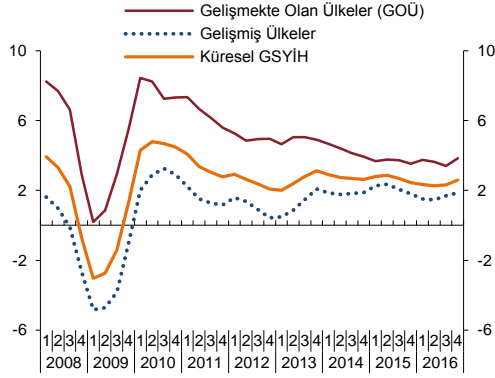
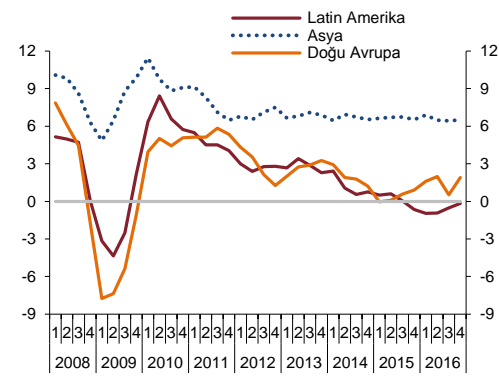
Küresel büyüme oranı, 2016 yılında yüzde 3'ün altında kalarak, küresel finansal krizden bu yana devam ettirdiği zayıf seyirini korumuştur. Bununla birlikte, tüketici ve reel kesim güven endekslerinde görülen iyimser seyir ve iktisadi faaliyetin, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, iyileşmeye başladığına dair göstergeler, küresel büyüme hızının, 2017 yılında ılımlı bir toparlanma sürecine gireceğine işaret etmektedir. İktisadi faaliyetin önümüzdeki dönemde daha olumlu bir seyir izleyeceğine dair güçlenen iyimser algıya karşın, ekonomi politikalarında artan belirsizlik nedeniyle, küresel büyüme için aşağı yönlü riskler halen mevcuttur. İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış sürecine ilişkin belirsizlikler ve ABD'nin seçim sonrası ekonomi politikalarını nasıl şekillendireceğinin netlik kazanmamış olması küresel büyümenin önümüzdeki dönem seyirini etkileyecek belli başlı unsurlar olmaya devam etmektedir.

ABD seçimleri sonrası Fed'in daha sıkı bir para politikası izleyeceğine dair algının güçlenmiş olması neticesinde, gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli tahvil faizleri, 2016 yılının sonunda yükselmiş; 2017 yılı ilk çeyreğinde yatay bir seyir izlemiş; Mart ayındaki Fed toplantısı sonrasında düşüş göstermiştir. Bu çerçevede, ABD seçimlerinin hemen sonrasında gelişmekte olan ülkelere yüksek miktarda sermaye çıkışları gözlenmiş, ancak, Fed'in para politikasını sıkılaştırmaya devam ediyor olmasına karşın, önümüzdeki dönem para politikasına ilişkin belirsizliklerin azalmasıyla birlikte, yılın başından itibaren gelişmekte olan ülkelere tekrar portföy girişleri gözlenmeye başlanmıştır. Nitekim, 2017 yılının Mart ayında, beklentilerle uyumlu olarak yapılan Fed faiz artışı sonrasında gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri hızlanarak devam etmiştir.

2017 yılı için küresel büyümede öngörülen toparlanma sürecinde, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanması beklenen güçlü maliye politikalarının küresel talebi uyararak büyümenin itici güçlerinden birini oluşturacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, dış ticaret üzerindeki korumacılık eğilimlerinin artması, genişletici maliye politikalarının olumlu etkilerini kısıtlayarak küresel büyüme üzerinde bir risk oluşturabilecektir. Bu bağlamda, içinde bulunulan düşük büyüme durumundan çıkabilmesi için, makroekonomi politikalarının etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılması; yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile de desteklenmesi gerektiği düşünülmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

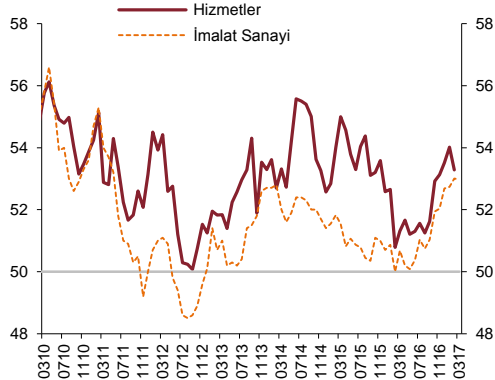
Küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu büyüme performansına bağlı olarak, 2016 yılının son çeyreğinde yıllık bazda artmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Bu dönemde, yıllık büyüme oranı, ABD ve Japonya'da yükselirken, Euro Bölgesi ile İngiltere'de bir önceki çeyreğe çok benzer bir görünüm sergilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise Latin Amerika'da süregelen durgunluğun büyük ölçüde ivme kaybettiği; Doğu Avrupa ülkelerinde büyümenin yeniden hızlandığı ve Asya bölgesindeki büyüme görünümünün, önceki çeyreğe göre sınırlı da olsa olumluya döndüğü görülmektedir (Grafik 2.1.2).

Grafik 2.1.1.Küresel Büyüme Oranları*
(Yıllık Yüzde Değişim)*Küresel endeksler oluşturulurken ülkelerin, GSYİHlerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.**Grafik 2.1.2.**Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları*
(Yıllık Yüzde Değişim)*Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Küresel iktisadi faaliyetlerdeki olumlu seyrin, 2017 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Nitekim, küresel imalat sanayii PMI verileri bu dönemde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.3). ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'ya ilişkin imalat sanayii PMI verileri, gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme performansının yılın ilk çeyreğinde artarak devam edeceğine işaret ederken, gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI verileri de benzer bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.4 ve Grafik 2.1.5).

Grafik 2.1.3.

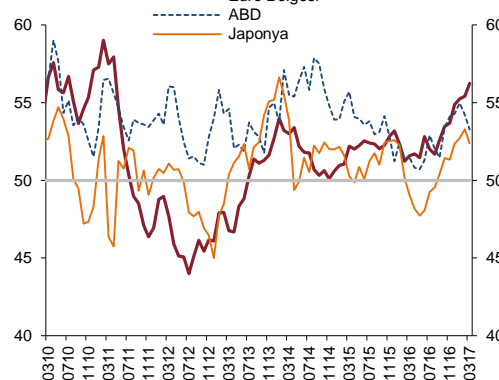
Küresel PMI Endeksi



Kaynak: Markit.

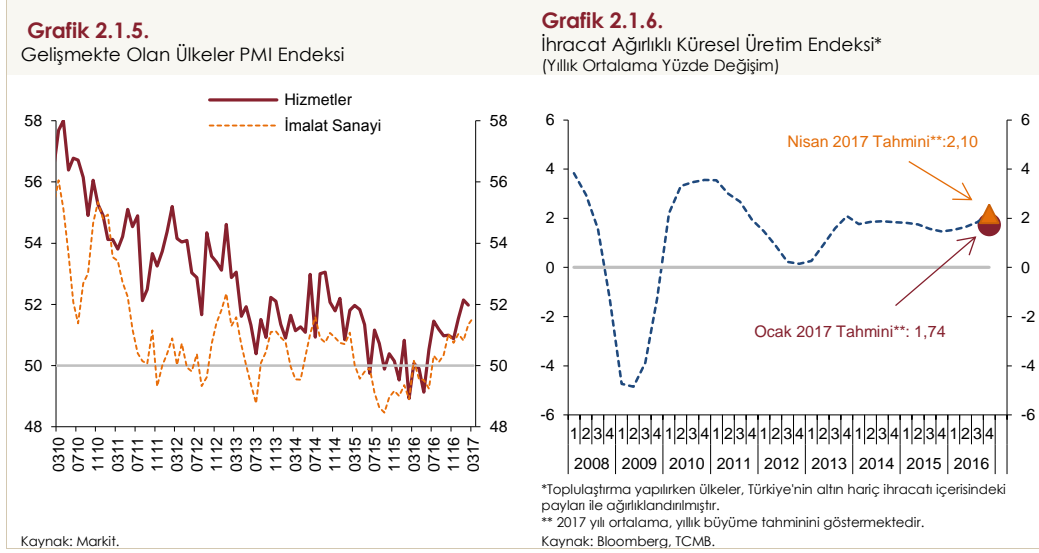
Grafik 2.1.4.

Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI Endeksi



Özetle, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerinde 2016 yılı son çeyrekte gözlenen iyileşmenin yılın ilk çeyreğinde devam etmesi ve küresel büyüme oranının önceki çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2017 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahmini, 2016 yıl sonunda yüzde 2,5 olarak gerçekleşen büyüme oranının 0,4 puan üzerine çıkmıştır. Küresel büyüme hızındaki bu yükselişin, 2018 yılında da devam edeceği tahmin edilmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, iyileşmesi beklenen küresel büyüme performansına paralel olarak, Nisan ayı tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2017 yılı büyüme oranı tahmini, hem bir önceki Enflasyon Raporu dönemi tahmininin üzerine

çıkış hem de 2016 yılına göre yükselmiştir (Grafik 2.1.6). Dolayısıyla, Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin dış talep görünümünün, 2016 yılına göre daha olumlu seyretmesi beklenmektedir.



Tablo 2.1.1.

2017 ve 2018 Yıl Sonu Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	2,8	2,9	2,9	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,3	2,3	2,2	2,4
Euro Bölgesi	1,4	1,5	1,7	1,5
Almanya	1,3	1,5	1,5	1,6
Fransa	1,3	1,4	1,3	1,4
İtalya	0,7	0,9	0,9	0,9
İspanya	2,4	2,0	2,6	2,2
Japonya	1,1	0,9	1,3	1,0
İngiltere	1,4	1,4	1,7	1,3
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	5,6	5,5	5,7	5,5
Çin	6,4	6,1	6,5	6,2
Hindistan	7,5	7,7	7,3	7,6
Latin Amerika	1,7	2,6	1,6	2,6
Brezilya	0,7	2,4	0,6	2,5
Doğu Avrupa	2,2	2,5	2,4	2,6
Rusya	1,1	1,5	1,2	1,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

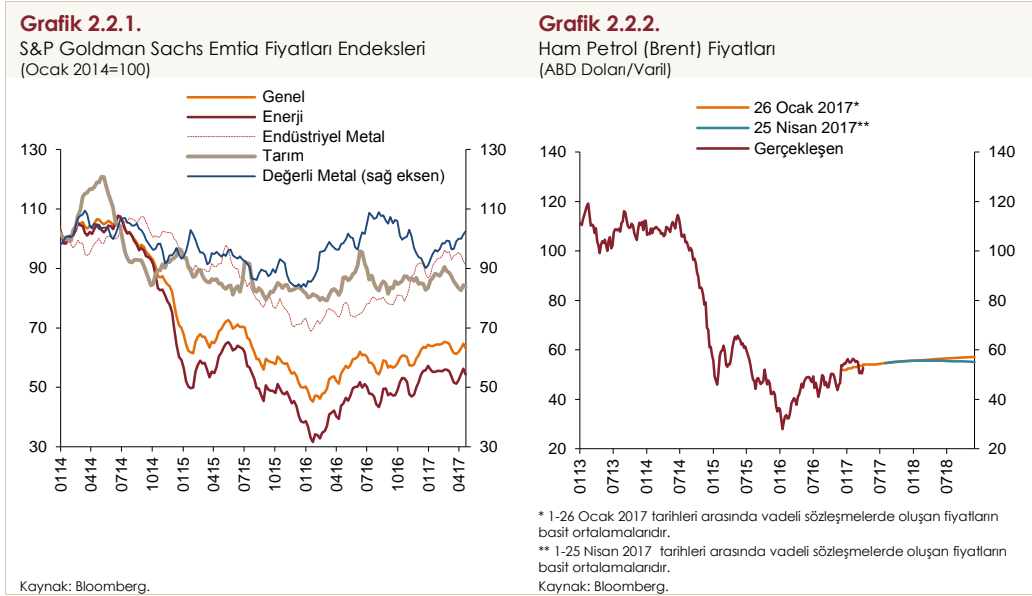
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları genel endeksi, bir önceki yılın ilk çeyreğinde tarihi düşük seviyelerine geriledikten sonra artış eğilimine girmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde de yükselmeye devam eden emtia genel fiyat endeksi, bir önceki çeyreğe göre ortalama yüzde 5,1 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde, endüstriyel metal, enerji ve tarım fiyat endeksleri, sırasıyla, ortalama yüzde 8,4, yüzde 4,9 ve yüzde 2 oranlarında yükselmiş; değerli metal fiyat endeksi yatay seyretmiştir (Grafik 2.2.1).

Küresel iktisadi faaliyetteki olumlu performans, Çin ekonomisinde gözlenen yeniden canlanma sinyalleri ve ABD ekonomisinde süregelen toparlanmaya paralel olarak inşaat sektörüne ilişkin talebin

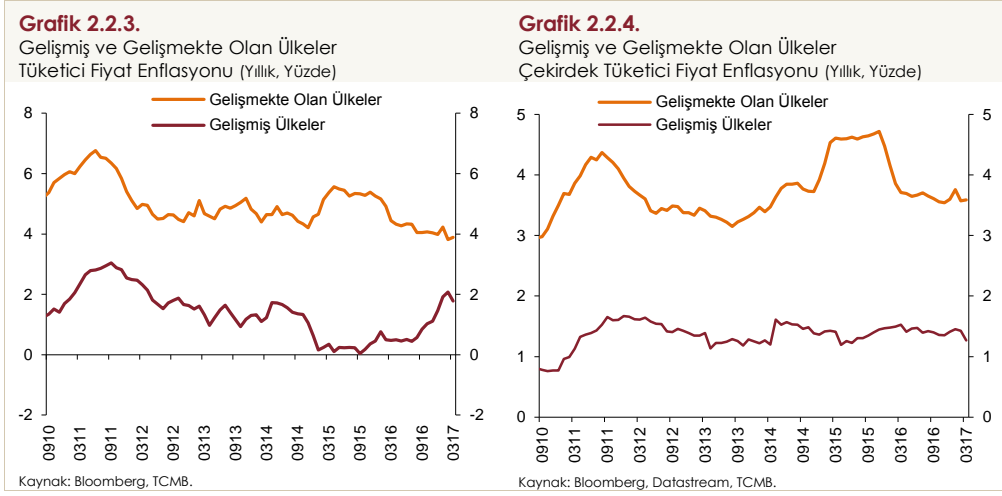
güçleneceği beklentisi, endüstriyel metal fiyatlarındaki yükselişte belirleyici olmuştur. Enerji fiyat endeksindeki artış ise bir önceki çeyreğe kıyasla oldukça sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede, OPEC tarafından alınan arzı kısma kararının kısmi olarak uygulanabilmiş olması ve küresel talepte gözlenen canlanmaya karşın ABD kaya petrolü arzı ve stoklarındaki yükselişin etkili olduğu düşünülmektedir. 2017 yılının ilk çeyreğinde, hava koşullarının tahminlerden daha olumlu seyretmesi nedeniyle küresel tarım üretiminin beklenenden daha az sekteye uğradığı ve dolayısıyla tarımsal ürünlerdeki fiyat artışlarının da kısıtlı kaldığı görülmektedir.

2017 yılı başında bir miktar yükselen altın fiyatları, ABD ekonomisinde gözlenen canlanma, Fed'in Mart ayı toplantısında faiz artışına gitmesi ve ABD dolarının değer kazanmasına bağlı olarak, Mart ayı başından itibaren gerilemiştir. Dolayısıyla, değerli metal endeksindeki artış sınırlı kalarak, 2017 yılının ilk çeyreğinde bir önceki döneme göre ortalama yüzde 0,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.1).



Önceki Enflasyon Raporu döneminde, ortalama 57,4 ABD dolarından işlem gören Aralık 2017 vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmesi, 25 Nisan itibarıyla ortalama 51,2 ABD dolarından işlem görmüştür. Aralık 2017 ve Aralık 2018 vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerinde ima edilen fiyatlardaki birbirine yakın ve yatay seyir, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2.2.2).

Yukarıda bahsi geçen gelişmeler çerçevesinde, geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde artarken gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.3). Söz konusu dönemde, çekirdek enflasyon oranları, gelişmiş ülke grubunda düşerken gelişmekte olan ülke grubunda sınırlı bir artış kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, bir önceki Rapor dönemine göre gelişmiş ülkeler grubunda yukarı yönlü güncellemeler gözlenirken, gelişmekte olan ülkeler grubunda ise aşağı yönlü güncellemeler yapılmıştır. 2018 yılsonuna ilişkin tahminler ise bir önceki Enflasyon Raporu döneminden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Tablo 2.2.1).



Gelişmiş ülkelerde tüketici enflasyonunun artması, petrol fiyatlarının geçtiğimiz yılın Ocak ayında en düşük seviyeleri görmesine bağlı olarak meydana gelen baz etkisinden kaynaklanmıştır. ABD doları, geçtiğimiz yılın Kasım ayındaki ABD seçimleri sonrasında uygulanması planlanan genişlemeci mali politikalara ilişkin beklentilere paralel olarak önce değer kazanmış, daha sonra bir miktar gerilemiştir. ABD dolarındaki değerlenmenin sınırlı kalması ABD enflasyonundaki düşüşü de kısıtlamıştır. Buna ek olarak, yakın dönemde enerji fiyatları kaynaklı olarak artan Euro Bölgesi enflasyon oranının istikrar kazanması ve yüzde 2'nin altında gerçekleşmesi; Japonya'da ise enflasyonun orta vadede hedefin altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Öte yandan, Brexit referandumunu sonrası İngiltere - AB ilişkilerine dair belirsizlikler nedeniyle zayıf ve oynak seyreden İngiliz sterlini İngiltere'de enflasyonist baskı yaratmaktadır. Bunun sonucu olarak, 2018 yılında İngiltere'de enflasyonun, hedef olan yüzde 2'nin üzerinde kalacağı, takip eden dönemde ise hedefe yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarındaki olası yükselişler ve Fed'in para politikası kararlarına ilişkin beklentilere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.
2017 ve 2018 Yılı Sonu Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

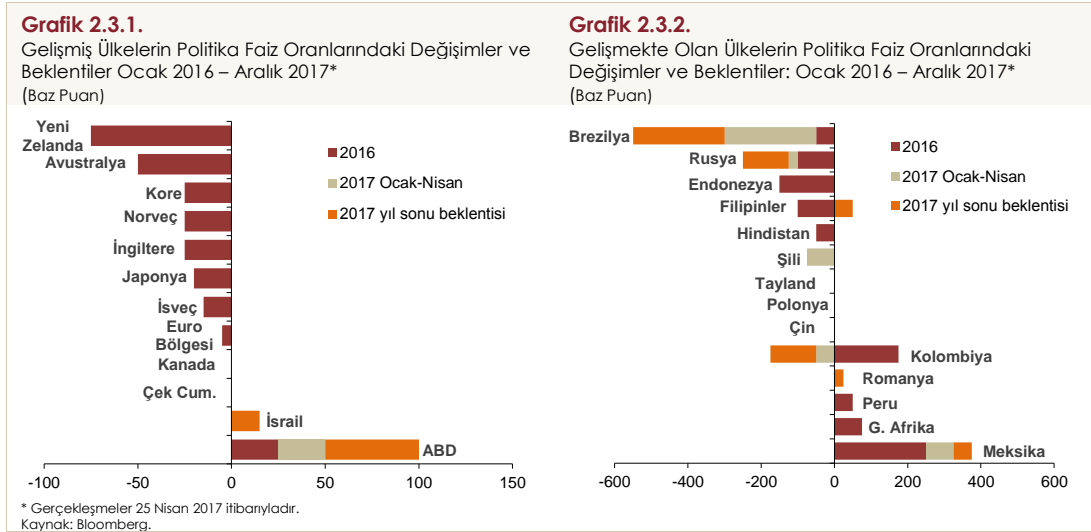
	Ocak		Nisan	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	3,0	2,8	3,1	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,4	2,3	2,5	2,3
Euro Bölgesi	1,4	1,4	1,6	1,4
Almanya	1,7	1,7	1,8	1,7
Fransa	1,2	1,4	1,3	1,4
İtalya	0,9	1,1	1,3	1,3
İspanya	1,6	1,4	2,2	1,5
Yunanistan	0,7	1,1	1,0	1,0
İngiltere	2,5	2,6	2,6	2,7
Japonya	0,6	0,9	0,7	1,0
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	2,2	2,2	2,2	2,3
Çin	2,2	2,2	2,3	2,3
Hindistan	5,0	5,1	4,8	5,0
Latin Amerika	10,9	8,2	11,2	9,5
Brezilya*	4,9	4,7	4,2	4,4
Doğu Avrupa	5,0	4,7	5,2	4,7
Rusya*	4,8	4,5	4,2	4,2

* Yıllık yüzde değişim.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, 2017 yılı Mart ayı toplantısında, yılın ilk faiz artışını gerçekleştirmiş ve politika normalleşmesini sürdürmüştür. ABD ekonomisine ilişkin toparlanma sinyalleri güçlü şekilde devam ederken, Fed'in bu karar almasında genel fiyat seviyesindeki artış hızına ek olarak çekirdek enflasyon göstergelerindeki yükseliş de etkili olmuştur. Aralık ayında açıklanan FOMC üyeleri beklentilerinin medyan değeri 2017 yılı için üç faiz artışı öngörmekteydi. Söz konusu faiz artışı beklentilerinden bir tanesinin yılın ilk çeyreğinde gerçekleşmesi, yılın geri kalanında iki faiz artışı daha olacağına ilişkin piyasa beklentilerini güçlendirmiştir. Bununla birlikte, Fed dışındaki gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranlarının oldukça durağan olduğu gözlenmekte, beklentiler de söz konusu durağanlığın en azından yıl sonuna kadar korunacağına işaret etmektedir (Grafik 2.3.1).

Gelişmekte olan ülkelerde emtia ihracatçısı ülkelerin, makroekonomik görünüm ve para politikası açısından diğer ülkelerden farklılaştığı dikkat çekmektedir. Brezilya, Rusya ve Kolombiya merkez bankaları 2017 yılının Ocak - Nisan döneminde, iyileşen enflasyon görünümüne bağlı olarak politika faizlerinde indirmeye gitmiştir. Söz konusu merkez bankalarının, yılın kalan bölümünde de faiz indirmeleri beklenmektedir. Diğer taraftan, Meksika, Fed'in faiz artış sürecinden en çok etkilenen ülke olma özelliğini korumuş; Meksika Merkez Bankası yıl başından bu yana politika faizini 75 baz puan artırmıştır. Yılın kalan bölümünde, Banka'nın, 50 baz puan daha faiz artışı yapması beklenmektedir (Grafik 2.3.2).

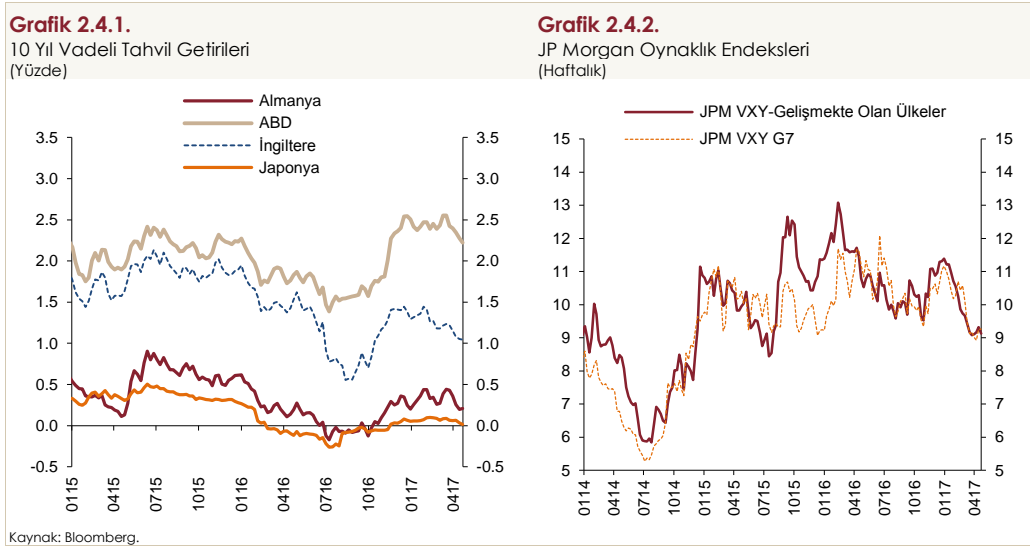


Para politikasının seyri açısından son döneme ilişkin en önemli gelişme, özellikle gelişmiş ülkelerde enflasyon oranında görülen hızlanma eğilimidir. Bir önceki Rapor döneminde de dikkat çekildiği üzere gerçekleşen ve beklenen enflasyonun 2016 yılına kıyasla arttığı dikkat çekmektedir. Bu artış, önemli ölçüde emtia fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanıyor olmakla birlikte, küresel tüketim talebi de belirgin olarak toparlanmaktadır. Çekirdek göstergelerin ABD dışında yatay seyrediyor olması, enflasyon eğiliminde kalıcı bir yükselişten bahsetmek için henüz erken olduğuna işaret etmektedir. Öte yandan, 2017 yılında, enflasyon oranlarının genel olarak hedefler civarında veya hedeflerin bir miktar altında gerçekleşmesi olasılığı yükselmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkeler para politikasının önümüzdeki yıllarda görece olarak sıkılaşması beklenmekle beraber, bu sıkılaşmanın özellikle ABD dışındaki ülkelerde temkinli ve yavaş bir eğilim izleyeceği değerlendirilmektedir.

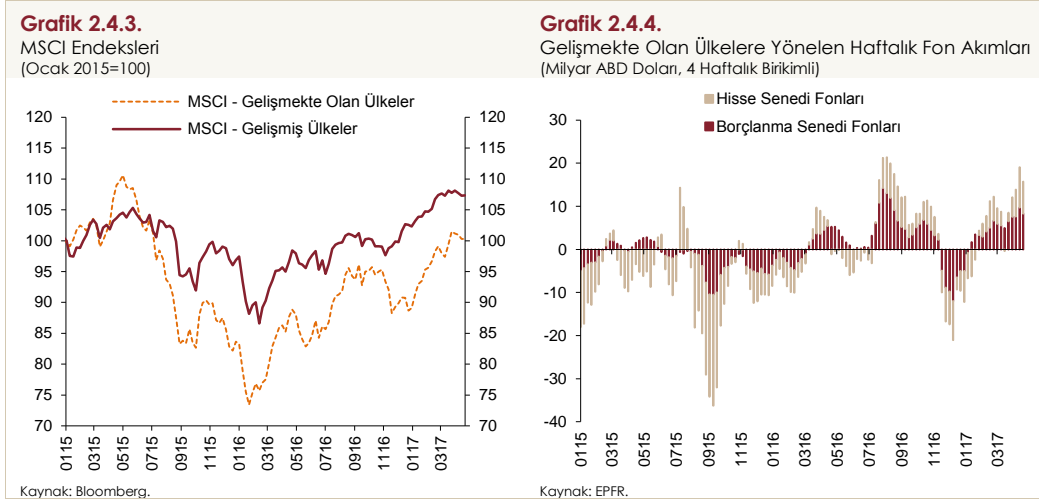
Para politikasında öngörülen söz konusu seyir açısından üç temel unsurdan bahsetmek mümkündür: İlk olarak, ABD'nin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlik halen büyük ölçüde devam etmektedir. Bu bağlamda, maliye ve dış ticaret politikalarının önümüzdeki dönemde nasıl şekilleneceğine ilişkin belirsizlik, her iki yönde de risk unsuru oluşturmaktadır. İkinci önemli unsur, Mart ayında başlayan Brexit sürecidir. Avrupa Birliği'nin kendi içerisindeki politik belirsizliklere ek olarak Brexit görüşmelerinin izleyeceği seyir, yatırım kararları ve kur değişimleri aracılığıyla, gerek Euro Bölgesi gerekse İngiltere ekonomilerinin performansını ve para politikalarını etkileyebilecektir. Son olarak, tahvil alım programları sırasında tarihsel düzeylerin oldukça ötesinde genişleyen Fed bilançosunun küçültülme süreci ABD'de ve dolayısıyla küresel ekonomide parasal sıkılaştırmanın derecesini ve hızını etkileyebilecek önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

2017 yılının ilk çeyreğinde, Fed faiz politikası küresel finansal piyasalar üzerinde etkili olmaya devam etmiştir. Geçtiğimiz yılın son çeyreğinde Fed'in 2017 yılına ilişkin daha sıkı bir para politikası uygulayacağı beklentisiyle uzun vadeli faizlerde hızlı bir yükseliş gözlenirken, 2017 yılının ilk çeyreğinde, seçim sonrası gözlenen ilk etkilerin normalleşmesiyle birlikte uzun vadeli faizlerdeki artış eğilimi önce yataylaşmış, Mart ayı toplantısı sonrasında da bir miktar aşağı dönmüştür (Grafik 2.4.1).



2017 yılı başından itibaren ABD seçimlerinin etkilerinin normalleşmesi ve küresel iktisadi faaliyetin toparlanacağına dair iyimser algının güçleniyor olması, yılın ilk çeyreğinde finansal piyasalardaki oynaklığı azaltıcı yönde etki yapmıştır (Grafik 2.4.2). Küresel finansal piyasalarda yakalanan iyimser havanın etkisiyle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke borsa endekslerinde yükselişler gözlenmiştir (Grafik 2.4.3).



Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının önemli belirleyicilerinden biri Fed'in sıkılaştırma politikasının seyridir. ABD seçimleri sonrasında Fed'in para politikasındaki sıkılaştırmanın daha hızlı olabileceğine ilişkin algının güçlenmesi neticesinde, 2016 yılı Kasım ve Aralık aylarında, gelişmekte olan ülkelere yüksek miktarda portföy çıkışları gerçekleşmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde ise, Fed'in daha ılımlı bir sıkılaştırma politikası uygulayacağına ilişkin beklentilerin güçlenmesine ve gelişmekte olan ülkelerin olumlu büyüme görünümüne bağlı olarak, bahsi geçen ülkelerin gerek borçlanma gerekse hisse senedi piyasalarında yeniden portföy girişleri gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen portföy girişlerinin bölgesel dağılımı incelendiğinde, başta Latin Amerika olmak üzere, tüm bölgelere portföy girişi olduğu görülmektedir (Tablo 2.4.1). Borçlanma senedi piyasalarına girişler büyük ölçüde Latin Amerika ve Avrupa kaynaklı gerçekleşirken; hisse senedi piyasalarına girişler ise Asya kaynaklıdır.

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

Kaynak: EPFR.