

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel ekonomik büyüme ve ticaret hacmi 2017 yılında toparlanma sürecine girmiş ve gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde eşanlı bir büyüme performansı gözlenmiştir. Tüketici ve reel kesim güven endekslerindeki iyimser görünümün yanı sıra, elverişli küresel finansman koşullarının da katkısıyla, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir.

Güçlü küresel büyüme görünümüne ve emtia fiyatlarında özellikle enerji fiyatları kaynaklı oluşan yukarı yönlü seyre karşın küresel enflasyon oranları düşük seviyelerini korumaktadır. Dolayısıyla, gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme süreci öngörülebilir bir hızda gerçekleşmektedir. Başta Amerikan Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere, gelişmiş ülkelerin, para politikasında normalleşme adımlarını önümüzdeki dönemde de ılımlı bir hızda devam ettirmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, küresel para politikalarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri sınırlı düzeylerde kalmış; risk iştahı yüksek seviyelerde seyretmiş ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları, jeopolitik gelişmelerle bir miktar sekteye uğrasa da 2017 yılı boyunca güçlü ve istikrarlı seyretmiştir. Küresel finansal koşulların, yüksek seyreden risk iştahının ve olumlu küresel büyüme görünümünün gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarını 2018 yılında da desteklemeye devam etmesi beklenmektedir.

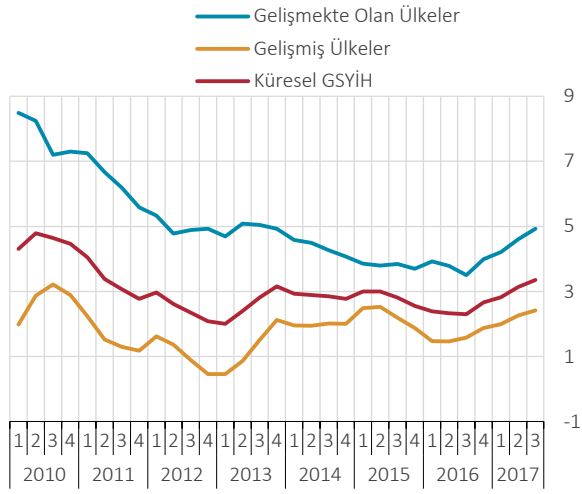
Küresel ekonomi ve finansal koşullardaki mevcut olumlu görünüme rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin aşağı yönlü riskler bulunmaktadır. ABD’de vergi reformunun uygulamaya konulacak olması ABD’deki hisse senedi piyasasına dair olumlu beklentileri beslerken, söz konusu politikanın bütçe açıklarında artışa neden olması durumunda para politikasındaki sıkılaştırmanın ve ABD hazine tahvil faiz oranlarındaki artışın öngörülenden daha hızlı gerçekleşebileceği değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından da açıklanmaya başlanan normalleşme süreçlerinin hızı ve miktarının öngörülerin ötesinde olması durumunda, finansal piyasalarda gözlenen olumlu havanın tersine dönmesi mümkündür. Ayrıca, başta Çin olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında özel sektör borçluluğunun yüksek seviyelere ulaşmış olması finansal kırılganlığı artıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan küresel ekonomi politikalarına dair belirsizlikler, artan korumacılık eğilimleri ve jeopolitik riskler küresel ekonominin büyüme potansiyelini sınırlayarak önümüzdeki dönem küresel büyüme performansı üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu bağlamda, kırılganlıkları azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi gereği not edilmelidir.

### 2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette, 2017 yılının ilk yarısında yaşanan olumlu büyüme performansı, yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiş; küresel ekonominin büyüme hızı, hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak bir önceki döneme göre artmıştır (Grafik 2.1.1). Bu dönemde başta Euro Bölgesi ve Japonya olmak üzere, gelişmiş ülkeler olumlu bir büyüme performansı sergilemiştir. Buna karşın, İngiltere’nin büyüme hızındaki yavaşlama anılan dönemde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgelerinde büyüme hızları artış göstermiştir. Latin Amerika Bölgesinde Brezilya’da yaşanan toparlanma eğilimi çok daha belirgin hale gelirken, Türkiye ekonomisindeki hızlı büyüme Doğu Avrupa bölgesinde büyüme hızını yukarı çeken en önemli faktör olmuştur. Anılan dönemde, Çin’in büyüme hızındaki yavaşlamaya rağmen, başta Hindistan olmak üzere diğer Asya ülkelerinin büyüme oranları artmış ve sonuç olarak Asya bölgesi üçüncü çeyrekte bir önceki döneme eşdeğer bir büyüme hızı yakalamıştır (Grafik 2.1.2).

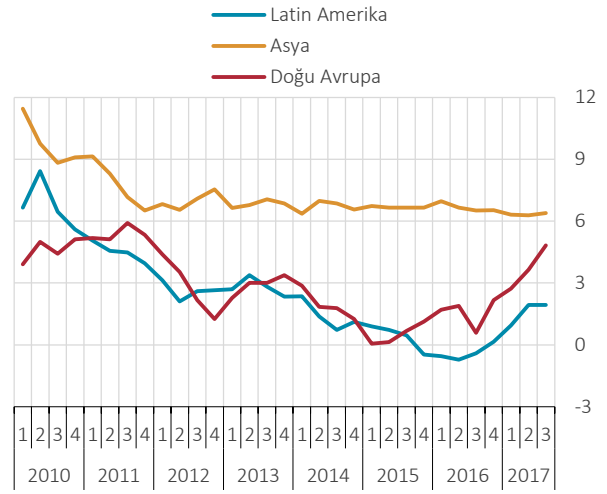
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları\* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

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

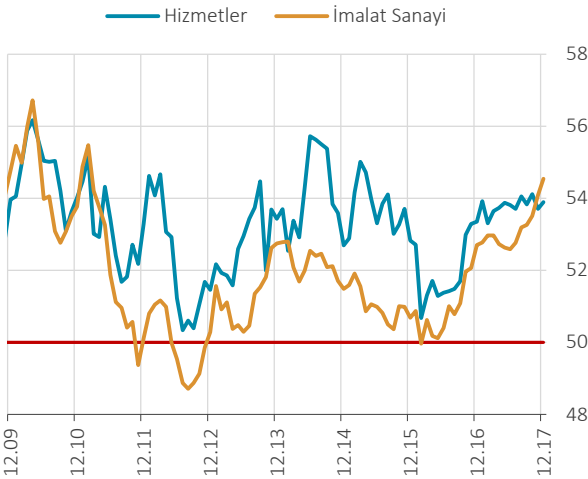


Kaynak: Bloomberg, TCMB

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

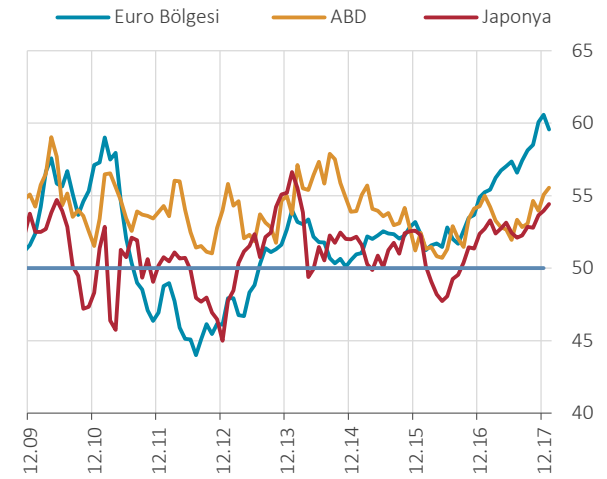
2017 yılının son çeyreğine ait küresel PMI verileri, önceki dönemlere kıyasla daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir. Anılan dönemde özellikle küresel imalat sanayii PMI göstergesinin belirgin bir şekilde yükselmeye devam ettiği görülmektedir (Grafik 2.1.3). Söz konusu yükselişte, başta Euro Bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkelere ait imalat sanayii PMI göstergelerindeki belirgin artış etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerin PMI göstergelerindeki olumlu görünümün, 2018 yılı Ocak ayında da sürdüğü görülmektedir (Grafik 2.1.4). Ayrıca, ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'da sanayi üretiminin yıllık büyüme hızı Ekim ve Kasım aylarında belirgin bir şekilde yükselmiş; işgücü piyasalarındaki olumlu görünüm de devam etmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, gelişmiş ülkelerin, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre daha yüksek bir büyüme hızı sergilemiş olduğu tahmin edilmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: Markit.

Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI

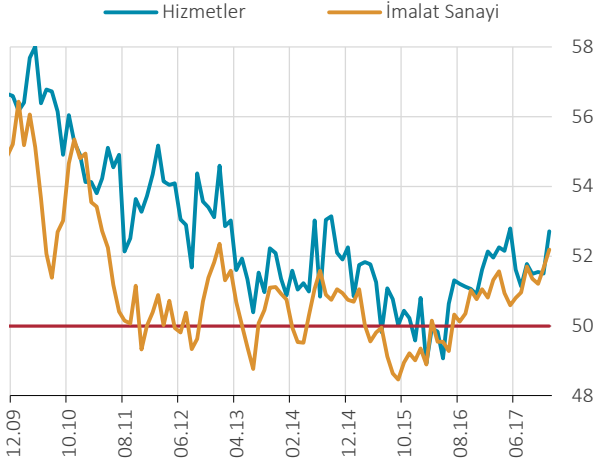


Kaynak: Markit.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI verileri, 2017 yılının dördüncü çeyreğinde gerek imalat sanayii gerekse hizmetler alt endekslerinde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). Nitekim Ekim ve Kasım aylarında, gelişmekte olan ülkelerin genelinde sanayi üretiminin yıllık büyüme oranı belirgin bir şekilde artmıştır. Söz konusu ülke grubuna yönelik sermaye akımlarındaki güçlü seyrin, geçtiğimiz yılın son

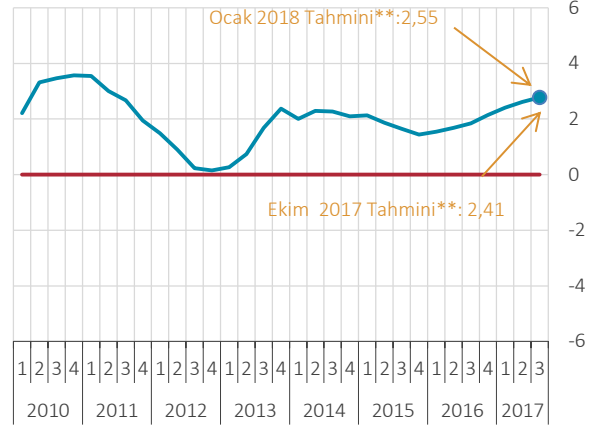
çeyreğinde de sürdürdüğü dikkate alındığında, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki olumlu performansın 2017 yılının son çeyreğinde devam etmiş olduğunu söylemek mümkündür.

**Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI**



Kaynak: Markit.

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



\* Toplulaştırma yapılırken ülkeler, Türkiye'nin altın hariç ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.

\*\* 2017 yılı ortalama yıllık büyüme tahminini göstermektedir.

Özetle, küresel ekonominin geçtiğimiz yılın son çeyreğinde hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak büyümeye devam etmiş olduğu ve küresel büyüme oranının önceki çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerinden elde edilen, 2017 yılsonu küresel büyüme tahmininin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artması söz konusu beklentiyi desteklemektedir. Büyüme tahminlerinin tüm ülke gruplarında yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi kullanılarak hesaplanan yıllık küresel büyüme oranı, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.1.6). Bu durum, Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin dış talep görünümünün 2016 yılına kıyasla daha olumlu seyrettiğine işaret etmektedir. Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerinin, 2018 yılına ilişkin küresel büyüme tahmini ise bir önceki enflasyon raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Bu nedenle, Türkiye'nin dış ticaretinde 2017 yılında gözlenen olumlu performansın 2018 yılında da devam etmesi beklenmektedir.

Tablo 2.1.1: 2017 ve 2018 Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

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

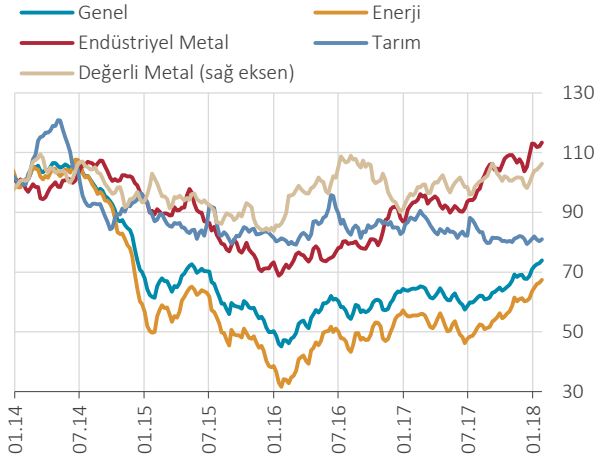
Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

2017 yılının dördüncü çeyreğinde emtia genel endeksi, enerji ve endüstriyel metal fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak, bir önceki çeyreğe göre yüzde 9 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde enerji fiyatları yüzde 14,1, endüstriyel metal fiyatları yüzde 6,8 oranlarında artarken; değerli metal ve tarım fiyatları, sırasıyla 0,4 ve 2,7 oranlarında düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).

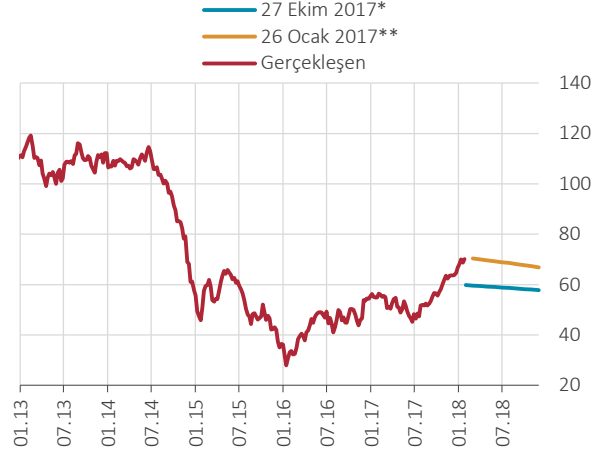
Bu dönemde, hem talep hem arz yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. Küresel ekonomide yaşanan olumlu büyüme performansının yanı sıra, Kuzey Amerika'da yaşanan aşırı soğuklar, petrol fiyatları üzerinde talep kaynaklı yukarı yönlü bir etki oluşturmuştur. Üretim tarafında ise, OPEC'in üretimi kısma kararına ek olarak, halen sürmekte olan Ortadoğu kaynaklı jeopolitik riskler petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tutarak petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Özellikle, İran'da yaşanan siyasi gelişmeler nedeniyle, Ocak ayının ikinci haftasında Brent tipi ham petrol fiyatları 69 ABD doları seviyesine kadar yükselmiştir. Vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2018 yılı sonunda 67 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

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



Kaynak: Bloomberg.

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



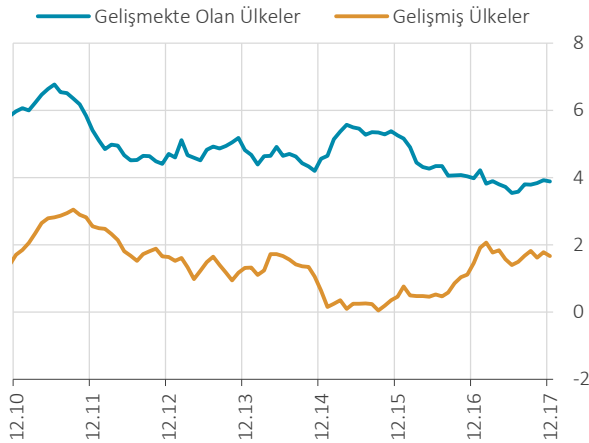
Kaynak: Bloomberg.

\*1-27 Ekim 2017 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

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

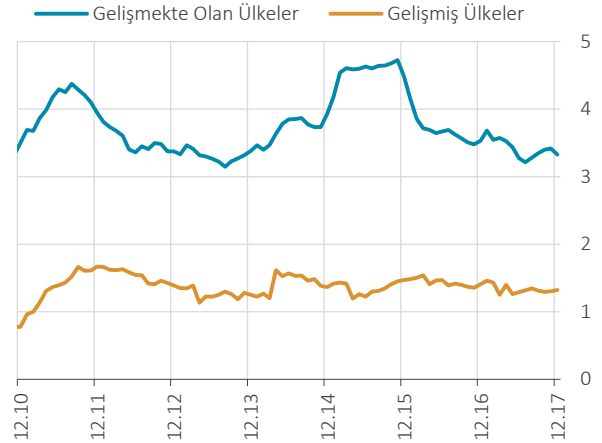
Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, manşet enflasyon oranı gelişmiş ülkeler grubunda yataya yakın seyrederken, gelişmekte olan ülkelere bir miktar artış göstermiştir (Grafik 2.2.3). Çekirdek enflasyon oranı da gelişmiş ülkeler grubunda fazla değişmezken, gelişmekte olan ülkelere sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.4). 2018 yılına ilişkin enflasyon beklentileri ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için bir önceki Rapor dönemine göre genellikle yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

**Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu (Yıllık, %)**



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu (Yıllık, %)**



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

ABD ekonomisinde, düşük seyreden işsizlik oranlarına rağmen nominal ücret artışlarının enflasyonist baskı oluşturmamasına ek olarak anket ve piyasa bazlı beklentilerin yüzde 2'lik enflasyon hedefi civarında olması, düşük ve istikrarlı bir enflasyon görünümüne işaret etmektedir. ECB'nin destekleyici para politikası adımlarının ve büyümeye bağlı olarak azalan atıl kapasitenin yanında ücret artışlarının ivmelenmesinin orta vadede Euro Bölgesinde enflasyon eğilimini ılımlı bir şekilde artıracığı tahmin edilmektedir. Japonya'da ise enflasyon beklentilerinin gelişmeleri geriden takip etmesi nedeniyle enflasyonun yüzde 2'lik hedefe yakınsamasının zaman alacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan, İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizlikler dolayısıyla geçmişte değer kaybeden İngiliz sterlini, ithalat fiyatlarını artırmak suretiyle

İngiltere’de enflasyonu hedefin üzerine taşımış, ancak, orta vadeli enflasyon beklentileri hedef civarında gerçekleşmiştir. Yakın gelecekte ithalat fiyatlarında düşüş olması durumunda, İngiltere’de enflasyonun yüzde 2’lik hedefe yakınsamakla birlikte hedefin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, Fed’in ve ECB’nin para politikası normalleşme süreçlerinin öngörülenden hızlı gerçekleşmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları ve güçlenen iktisadi faaliyet ile jeopolitik riskler nedeniyle petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarında gerçekleşebilecek olası yükselişler olarak değerlendirilmektedir.

**Tablo 2.2.1: 2018 Yılı Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)**

	Ekim	Ocak
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>		
ABD	2,0	2,1
Euro Bölgesi	1,3	1,4
Almanya	1,6	1,7
Fransa	1,1	1,3
İtalya	1,2	1,1
İspanya	1,3	1,5
Yunanistan*	1,0	0,9
İngiltere	2,6	2,6
Japonya	0,7	0,9
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>		
Asya Pasifik	2,1	2,2
Çin	2,1	2,2
Hindistan**	4,6	4,7
Latin Amerika	18,4	51,0
Latin Amerika (Venezuela hariç)	-	5,7
Brezilya*	4,0	4,1
Doğu Avrupa	4,8	5,1
Rusya*	4,1	4,1

Kaynak: Consensus Forecasts.

\* Yıllık yüzde değişim.

\*\* Hesaplamalar mali yıl içindir.

## 2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Küresel para politikasının seyrinin en önemli belirleyicilerinden olan Fed, beklentiler ve FOMC üyelerinin tahminleri ile uyumlu şekilde 2017 yılını üç faiz artışı ile tamamlamıştır (Grafik 2.3.1). Söz konusu adımların genellikle beklentiler paralelinde gerçekleşmesi nedeniyle mevcut durumda piyasa tepkisi ılımlı seyretmektedir. Eylül ayı FOMC toplantısında Fed, ABD’de istikrar kazanan ekonomik canlanma ile birlikte, politika normalleşmesi konusundaki kararlılığını ortaya koymuştur. 2017 yılı Eylül ve Ekim aylarında Fed’in para politikasını beklenenden fazla sıkılaştırabileceğine yönelik endişeler küresel risk iştahının bir miktar zayıflamasına ve gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarının sınırlı da olsa ivme kaybetmesine neden olmuştur. Bununla birlikte Fed’in para politikasına dair bu kaygıların Aralık ayı FOMC toplantısının ardından azalması küresel risk iştahının yeniden toparlanmasını sağlamış; gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri Aralık ayında yeniden güçlenmiştir. Fed’in bilanço küçültme programı da

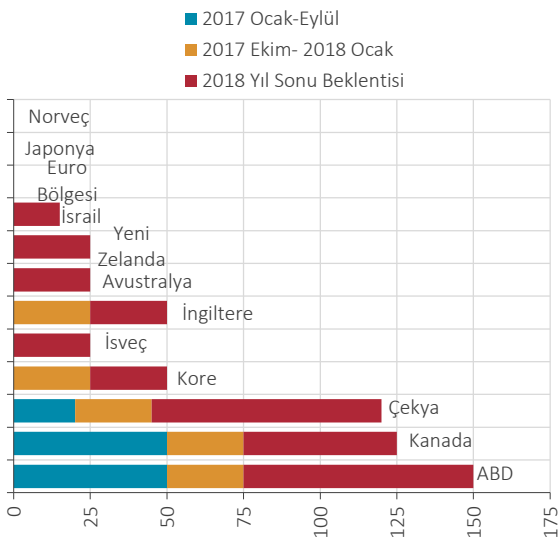
açıklandığı şekilde uygulanmaya devam etmiş ve yine beklentiler dâhilinde finansal piyasalar üzerinde olumsuz bir etkisi gözlenmemiştir.

Aralık ayında gerçekleşen Fed ve ECB toplantılarında mevcut politika duruşunun korunması yönünde kararlar alınmıştır. Vergi reformunun büyüme ve enflasyon üzerinde beklenen artırıcı etkisi ve Fed'in Eylül ayında verdiği mesaj çerçevesinde Aralık ayı faiz artışı, toplantının çok öncesinde beklentilere yansımış, dolayısıyla finansal piyasalar üzerinde belirgin bir etki yaratmamıştır. Ayrıca, 2018 yılı için üç, 2019 yılı için ise iki faiz artışı yapılması yönündeki medyan FOMC tahminleri korunmuştur. Vadeli fiyatların ima ettiği politika faizi patikası da Fed öngörülerini tutarlı görünmektedir. Bu çerçevede, 2018 yılı için dört veya daha fazla artış olma olasılığının dahi yüzde 10'un üzerinde olması Fed'in sıkılaşma eğiliminin piyasa fiyatlamalarına yansımış olduğunu göstermektedir.

ECB, Aralık ayı toplantısında para politikası görünümünde bir değişikliğe gitmemiş, tahvil alım programı ileride sona erse dahi, faizlerin uzun süre artmasının beklenmediği ve gerekli görüldüğü takdirde, tahvil stoku korunacak şekilde, tahvil almaya devam edileceği tekrar vurgulanmıştır. Buna karşın, büyüme tahminlerinin yukarı güncellenmesi, özellikle 2018 yılı tahmininin yüzde 1,8'den yüzde 2,2'ye yükseltilmesi, euro'nun bir miktar güçlenmesine neden olmuştur. Bununla birlikte, enflasyon tahminlerinin 2020 yılı sonunda dahi, hedefin altında, yüzde 1,7 oranında bir enflasyona işaret ediyor olması, önümüzdeki dönemde, Euro Bölgesi para politikasının destekleyici yönde olmaya devam edeceği izlenimini güçlendirmektedir.

İngiltere Merkez Bankası ise artan enflasyon ve zayıflayan büyüme görünümü altında Kasım ayında 25 baz puan faiz artırmıştır. Banka'nın önümüzdeki 2-3 yıl içerisinde para politikasını bir miktar daha sıkılaştırmaya ihtiyaç duyacağı değerlendirilmektedir. Destekleyici para politikasına devam eden Japonya Merkez Bankası, yakın zamana kadar sıkılaşma yönünde bir sinyal vermemiştir. Resmi bir açıklama olmamasına karşın, Ocak ayı başında uzun vadeli tahvillerdeki alım miktarlarının düşürülmesi, ilk sıkılaşma belirtileri olarak değerlendirilmiştir. Diğer gelişmiş ülke para politikalarında ise beklentiler dâhilinde sıkılaşma eğilimi sürmüştür, Ekim-Ocak döneminde Kore, Kanada ve Çek Cumhuriyeti merkez bankalarının faiz artırdıkları gözlenmiştir (Grafik 2.3.1). Özetle, gelişmiş ülkelerdeki faiz beklentileri ve politika mesajları halen temkinli ve ılımlı bir para politikası normalleşmesine işaret etmektedir.

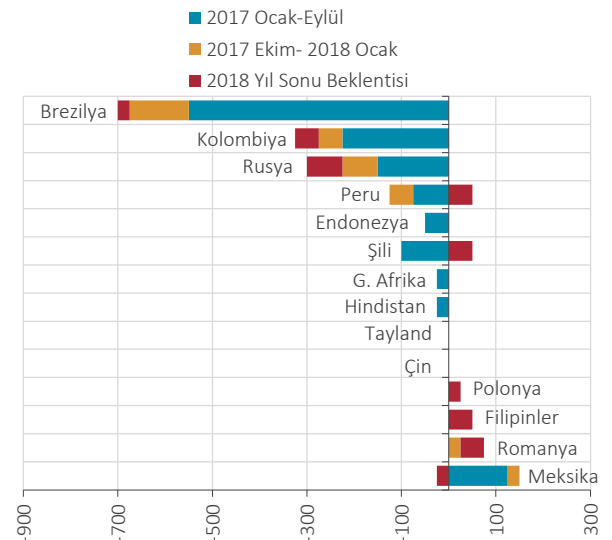
**Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2017 – Aralık 2018\*** (baz puan)



Kaynak: Bloomberg.

\* Gerçekleşmeler 25 Ocak 2018 itibarıyladır.

**Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2017 – Aralık 2018\*** (baz puan)



Kaynak: Bloomberg.

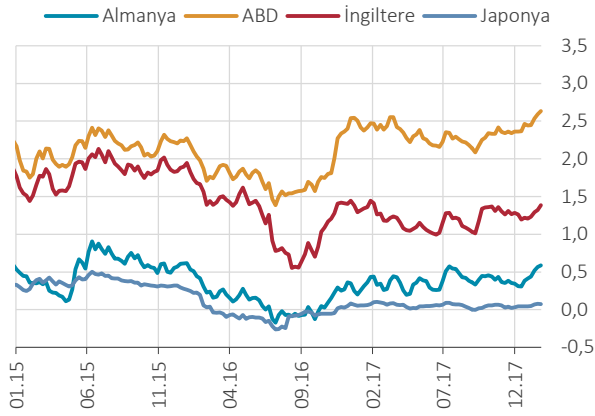
\* Gerçekleşmeler 25 Ocak 2018 itibarıyladır.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşlarında ise 2017 yılı üçüncü çeyreğinde gözlenen heterojen görünüm devam etmektedir. 2017 yılının dördüncü çeyreğinde, Brezilya, Rusya ve Kolombiya merkez bankaları, para politikalarında gevşeme süreçlerini sürdürmüşlerdir. Buna karşın, 2018 yılı beklentileri söz konusu merkez bankalarının da gevşeme süreçlerinin sonuna yaklaştıklarına işaret etmektedir (Grafik 2.3.2).

## 2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

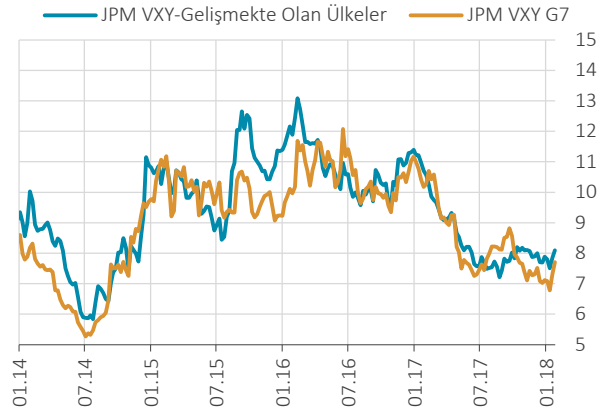
2017 yılının dördüncü çeyreğinde, ABD ekonomisine ilişkin açıklanan güçlü büyüme ve işgücü piyasası verileri Fed'in 2017 Aralık ve 2018 yılı için faiz artırımı sürecine dair beklentileri desteklemiştir. Bu bağlamda, Fed'in 2018 yılında da faiz artışlarını sürdüreceğine dair bekleyişler tahvil getirilerindeki ılımlı yükselişi devam ettirmiştir. Benzer şekilde, ekonomik güven endeksinin son 20 yılın zirvesine çıktığı Euro Bölgesindeki olumlu makroekonomik görünüm, Almanya tahvil getirilerini artırmaktadır (Grafik 2.4.1). 2018 yılı Ocak ayının ikinci haftasında Japonya Merkez Bankasının sürpriz bir şekilde uzun vadeli tahvil alımlarını azaltacağını açıklaması da küresel tahvil getirilerindeki yukarı yönlü hareketi desteklemektedir.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

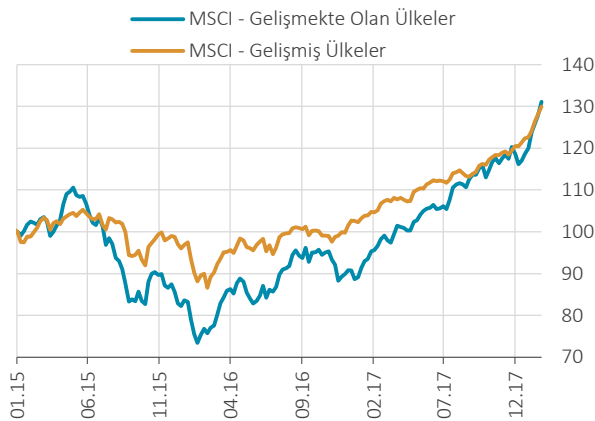
Grafik 2.4.2: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

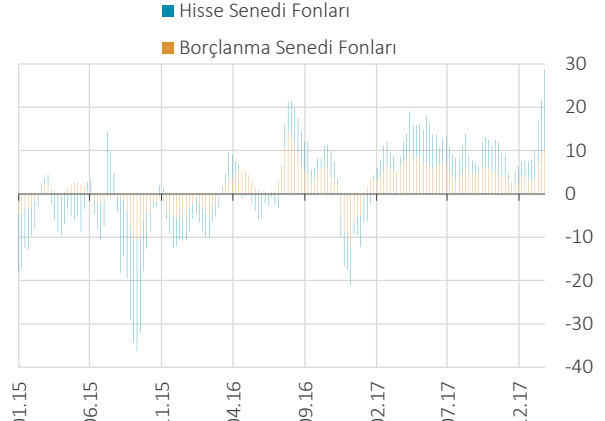
Küresel finansal koşullardaki olumlu seyrin devamı, risk algısını düşük tutarken hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke kur oynaklıklarında düşük seviyeler görülmüştür (Grafik 2.4.2). ABD'de kurumlar vergisinde indirimle gidilecek olması şirketlerin karlılık beklentilerini yükselterek ABD borsası endekslerini tarihi yüksek seviyelere taşıırken (Kutu 2.1), risk iştahının yüksek seyri, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarına da girişlerin sürmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3).

Grafik 2.4.3: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



Kaynak: Bloomberg.

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



Kaynak: EPFR.



Küresel risk iştahının bulunduğu yüksek seviye ve gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu büyüme performansına bağlı olarak, 2017 yılının son çeyreğinde söz konusu ülke grubuna portföy girişleri devam etmiştir. Böylece, 2017 yılı, gelişmekte olan ülkelere güçlü ve istikrarlı portföy girişlerinin gözlemlendiği bir yıl olmuştur (Grafik 2.4.4). Gerek olumlu büyüme performansı gerekse küresel risk iştahının seyri, portföy akımlarının 2018 yılında da benzer bir eğilim sergilemesini destekler niteliktedir.

**Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu (Üç Aylık, Milyar ABD Doları)**

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2015	Ç1	-8,6	1,9	-10,5	-8,1	2,2	-2,4	-0,2
	Ç2	-8,0	1,4	-9,4	-6,9	0,4	-2,0	0,4
	Ç3	-45,3	-16,5	-28,8	-23,8	-6,5	-10,8	-4,1
	Ç4	-22,3	-12,7	-9,6	-11,1	-3,0	-6,4	-1,9
2016	Ç1	-4,5	-1,2	-1,6	-2,5	-1,4	-0,3	-0,3
	Ç2	-1,4	7,3	-8,7	-4,5	0,7	1,9	0,6
	Ç3	42,4	26,1	16,3	17,9	7,5	12,4	4,7
	Ç4	-17,4	-9,3	-8,1	-12,6	-0,8	-2,7	-1,3
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7

Kaynak: EPFR.

Bölgesel olarak bakıldığında, yılın son çeyreğinde tüm bölgelerde portföy girişleri devam etmiştir (Tablo 2.4.1). Yılın ikinci çeyreğinden itibaren ağırlıklı olarak Asya ülkelerine yönelen portföy akımları, bu eğilimini yılın son çeyreğinde de devam ettirmiştir. Hindistan'da gerek borçlanma senedi gerekse hisse senedi piyasasına güçlü girişler devam etmiştir. Çin'e yönelen portföy akımları ise ivme kaybetmiş; yılın son çeyreğinde borçlanma senedi piyasasından çıkış gözlenirken, hisse senedi piyasasına girişler yavaşlamıştır. Asya ülkelerine girişler ağırlıklı olarak hisse senedi piyasaları kaynaklı gerçekleşirken, Latin Amerika ülkelerine girişler borçlanma senedi piyasaları kaynaklı olmaya devam etmiştir.

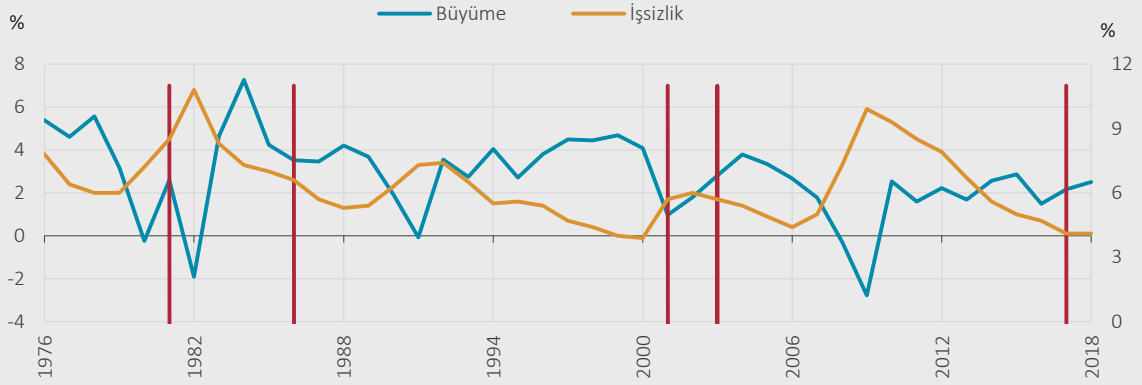
## Kutu 2.1

### ABD Vergi Reformunun Olası Etkileri

Kutuda, ABD’de yakın zamanda yürürlüğe girmesi öngörülen vergi indirimlerinin gerekçeleri ve başta ekonomik büyüme olmak üzere, olası etkileri tartışılmaktadır.

ABD’de, son kırk yıllık dönemde, 1981 yılında gerçekleştirilen vergi indirimi haricinde, vergi indirimlerinin, ekonomik büyüme ve işsizlik üzerinde beklenen olumlu sonuçları vermediği görülmektedir (Grafik 1). Geçmiş vergi indirimlerinin önemli bir ortak özelliği, bu önlemlerin ekonomik büyümenin yavaşladığı, işsizlik oranının yükselme eğiliminde olduğu ve kamu borç stokunun görece olarak düşük seyrettiği dönemlerde hayata geçirilmiş olmasıdır. ABD ekonomisinde son dönemde yaşanan olumlu büyüme performansı ile işsizlik oranının küresel kriz öncesindeki seviyesine gerilediği, buna karşın kamu borç stokunun çok yüksek seviyede seyrettiği dikkate alındığında, yeni vergi reformunun zamanlamasının önceki vergi indirimlerinden belirgin bir şekilde ayrıştığı görülmektedir.

**Grafik 1: ABD’de Ekonomik Büyüme, İşsizlik ve Vergi İndirimleri**



Kaynak: US Bureau of Economic Analysis, US Bureau of Labor Statistics.

Not: Geçmiş indirim tarihleri kırmızı çizgilerle gösterilmiştir.

### Vergi İndiriminin Gerekçeleri

ABD küresel ekonomide kurumlar vergisi oranının en yüksek olduğu ülkelerden birisidir. Tablo 1’den görüleceği üzere, ABD yaklaşık yüzde 39 düzeyindeki vergi oranı ile G20 ülkeleri arasında en yüksek kurumlar vergisi oranını uyguladığı ülkedir.

Üzerinde yaklaşık bir yıldır çalışılan ve 20 Aralık 2017 tarihinde Amerikan kongresinden geçen vergi reformu çerçevesinde, kurumlar vergisi oranının yüzde 20’ye indirilmesi planlanmaktadır. Bu değişiklikle, özellikle vergi oranlarının yüksekliği nedeniyle yurtdışına yönelik yatırımların yeniden yurtiçine döneceği, yurtiçi yatırımların artacağı ve dolayısıyla ekonomik büyümenin hızlanacağı, istihdam düzeyinin yükseleceği savunulmaktadır. Vergi oranlarının düşürülmesi, kısa vadede bütçe açığını artıracak olsa da, ekonomik büyüme ve dolayısıyla gelir düzeyi üzerindeki yükseltici etkisi nedeniyle orta ve uzun dönemde vergi gelirlerini ve bütçe dengesini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir (Feldstein, 2017).

Tablo 1: Kurumlar Vergisi Oranları\*

Amerika Birleşik Devletleri	39,1	Meksika	30,0
Japonya	37,0	Kanada	26,1
Arjantin	35,0	Çin Halk Cumhuriyeti	25,0
Güney Afrika Cumhuriyeti	34,6	Endonezya	25,0
Fransa	34,4	Güney Kore	24,2
Brezilya	34,0	İngiltere	24,0
Hindistan	32,5	Rusya Federasyonu	20,0
İtalya	31,4	Suudi Arabistan	20,0
Almanya	30,2	Türkiye	20,0
Avusturya	30,0		
<i>G20 Ortalaması</i>			29,1
<i>ABD hariç G20 Ortalaması</i>			28,5
<i>OECD Ortalaması</i>			24,8

Kaynak: Congressional Budget Office, Mart 2017.

\*Oranlar 2012 yılı için hesaplanmıştır.

Yeni vergi reformu çerçevesinde, gelir vergisi oranlarında da indirimle gidilmektedir. Yeni planda, dört farklı gelir vergisi dilimi tanımlamakta ve ilk üç alt gelir vergisi dilimlerinde indirimle gidilmektedir. En üst gelir vergisi diliminde ise yüzde 39,6 olan vergi oranında bir değişiklik yapılmamaktadır. Bu nedenle, yeni vergi düzenlemesiyle, alt ve orta gelirli hane halklarının vergi yükünün hafifletilmesi ve daha eşitlikçi vergilendirmeyle iç talebin canlandırılması hedeflenmektedir.

### Vergi İndiriminin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Olası Etkisi

İktisat teorisinde vergi indiriminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, esas olarak arz taraflı etkileri çerçevesinde ele alınmaktadır. Diğer bir deyişle ekonomik büyüme açısından asıl önemli olan, vergi indirimlerinin kısa dönemde toplam talepten ziyade, uzun dönemde potansiyel GSYİH'yi artırıcı etkisidir. Ancak, bu durumun gerçekleşmesi şu koşullara bağlıdır:

- i) Vergi indirimleri sonrasında, ekonomik birimlerin gelir ve karlılık düzeyleri artacağından, çalışmamanın veya üretim yapmamanın fırsat maliyeti yükselecektir. Kısaca "ikame etkisi" olarak tanımlayabileceğimiz bu etki, hane halkı ve firmaları daha fazla çalışmaya, tasarruf ve yatırım yapmaya yönlendirecektir.
- ii) Vergi indirimleri sonrasında ekonomik birimler, mevcut iktisadi aktifleri ile daha fazla gelir elde edeceklerinden, bu durum onları daha az çalışmaya, tasarruf ve yatırım yapmaya da teşvik edebilir. Bu nedenle, kısaca "gelir etkisi" olarak tanımlayabileceğimiz bu etkinin küçük ya da önemsiz olması gerekir.
- iii) Vergi indirimlerinin bütçe açığını ve kamu borcunu artırmaması gerekir. Yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar, vergi indirimleri sonrasında meydana gelen bütçe açıklarının uzun süreli olarak borçlanmayla finanse edilmesi durumunda uzun dönemde ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuştur (Gale ve Orszag 2014, Auerbach ve Gale 2017).

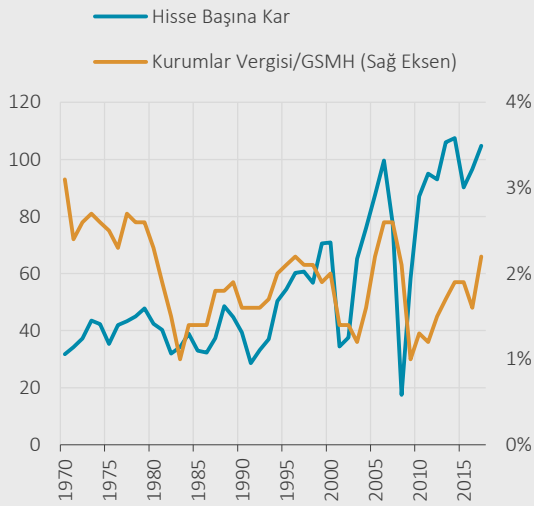
Vergi indirimlerinin ekonomiye olan etkisi verimlilik artışı şeklinde ise, uzun dönemde yıllık büyüme oranı daha yüksek olacaktır. Eğer bahsi geçen etki sadece tasarrufları artırıcı bir etki ise, vergi indirimleri potansiyel GSYİH'da sadece bir defalık genişlemeye neden olacak ve uzun dönemde büyüme oranında kalıcı bir etki yaratmayacak, fakat ekonomiyi daha yüksek bir büyüme

patikasına yerleştirecektir. Üçüncü bir seçenek her iki durumun birlikte gerçekleşmesidir. Kuşkusuz vergi indirimleri sonrasında bütçe gelirlerinde meydana gelen azalış, kamu harcamalarının azaltılması suretiyle telafi edilebilir. Eğer özellikle verimsiz ve kaynak israfına neden olan kamu harcamaları azaltılırsa, bu durum ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir. Ancak altyapı, eğitim ve sağlık gibi fiziki ve beşeri sermaye birikimi açısından önem taşıyan kamu yatırım harcamalarında indirimle gidilmesi durumunda, uzun dönemde ekonomik büyüme olumsuz etkilenecektir.

Bu çerçevede vurgulanması gereken iki nokta bulunmaktadır. Eğer ekonomi, talep yetersizliği nedeniyle potansiyelinin altında üretim yapıyorsa, vergi indirimleri ekonomik birimlerinin harcamalarını artırarak kısa dönemde büyümeyi hızlandırabilecektir. Ancak, vergi indirimlerinin kısa dönemli talep taraflı etkileri ile yukarıda bahsedilen uzun dönemli arz taraflı etkileri arasındaki ayırım yapılması önemlidir. Nitekim vergi indirimlerinin arz taraflı olumlu etkilerinin gerçekleşmesi, farklı bir deyişle ekonominin yeni uzun dönemli büyüme patikasına yakınsaması, ancak çok uzun bir süre içerisinde olabilmektedir (Barro ve Sala-i-Martin, 2004).

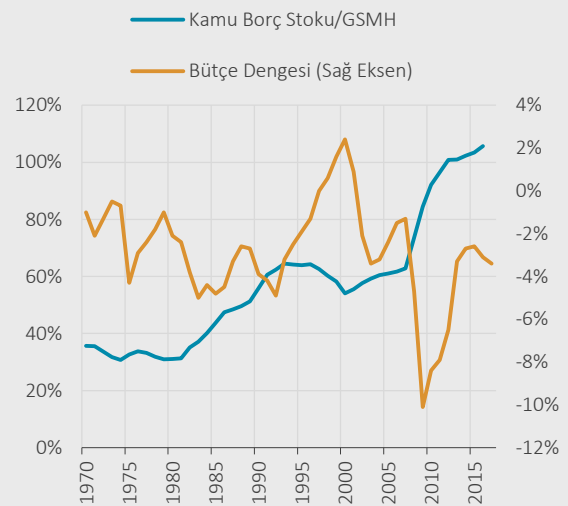
ABD’de uygulamaya konulan vergi reformu, beraberinde bazı eleştiri ve tartışmaları da gündeme getirmiştir (DeLong 2017). Bu eleştirilerin, özellikle iki noktada yoğunlaştığı görülmektedir: Birincisi, ABD ekonomisinde vergi sonrası şirket karlılıklarının hali hazırda tarihi olarak yüksek seviyede seyrettiği görülmektedir (Grafik 2). Yüksek karlılık oranlarına rağmen, ABD’de sabit sermaye yatırımlarının büyüme hızı düşüktür ve bu durumun tasarruf açısından ziyade, talep yetersizliğinin sonucu olduğu söylenmektedir. İkincisi, ABD’nin bütçe açığı son dönemde tekrar yükselme eğilimine girmiştir ve borç stokunun GSYİH’ya oranı %100 oranını aşarak tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır (Grafik 3). Bu nedenle, vergi indirimi kısa dönemde iç talebi uyararak ekonomik büyümeyi hızlarsa da, söz konusu uygulamanın orta ve uzun vadede ABD kamu mali dengesini daha da kötüleştirme olasılığının yüksek olduğu ileri sürülmektedir (Mankiw 2017). Bu olasılığın gerçekleşmesi, reel faizlerinin yükselmesine neden olarak, yatırımları olumsuz yönde etkileyebilecektir.

**Grafik 2: Kurumlar Vergisi ve Firma Karlılıkları**



Kaynak: IRS, Shiller Indices.

**Grafik 3: ABD Kamu Mali Dengesi ve Borç Stoku**



Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Özetle, geçmiş deneyimlerin ışığında ve mevcut koşullar altında, vergi reformunun beklenen olumlu etkilerinin yanı sıra, bazı belirsizlikler ve riskler taşıdığı da ileri sürülmektedir. Ayrıca, vergi reformunun firma karlılık beklentilerini güçlendirerek ABD hisse senedi piyasalarında balona yol açabileceği de dile getirilmektedir.

**Kaynakça**

Auerbach, Alan ve William G. Gale (2017) "The Fiscal Outlook in a Period of Policy Uncertainty", Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution.

Barro, Robert J. ve Xavier Sala-i-Martin (2004), "Economic growth", MIT Press, Cambridge.

DeLong, J. Bradford (2017) "Supply-Side Amnesia", Project Syndicate, 6 Eylül: <https://www.project-syndicate.org/columnist/j--bradford-delong>.

Feldstein, Martin (2017) "Tax Reform and Budget Deficits in America", Project Syndicate, 29 Ağustos: <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-tax-reform-and-budget-deficits-by-martin-feldstein-2017-08?barrier=accessreg>.

Gale, William G. ve Peter R. Orszag ( 2004) "Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates." Brookings Papers on Economic Activity 2004 (2): 101-187.

Mankiw, N. Gregory (2017) "A Tax Cut Might Be Nice. But Remember the Deficit", The New York Times, 2 Haziran: <https://www.nytimes.com/2017/06/02/upshot/a-tax-cut-might-be-nice-but-remember-the-deficit.html>.

