

# DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER BÜLTENİ



## EKONOMİK MODELLER VE STRATEJİK ARAŞTIRMALAR

### GENEL MÜDÜRLÜĞÜ

#### Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi

Sayı 2

Nisan – Haziran 2016

## YÖNETİCİ ÖZETİ

- **Küresel ekonomi düşük büyüme kapanına girmiştir.** Gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ekonomide söz konusu düşük büyüme ortamı belirginleşmektedir. Küresel ticaret ve yatırımlarda gözlenen yavaşlama eğilimi devam etmektedir. Gelişmiş ekonomilerdeki toplam talep düzeyinin düşüklüğü küresel büyümenin önündeki ana engellerden biridir.
- **Küresel büyüme beklentilerine ilişkin iyimserlik azalmaktadır.** 2016 yılı Mayıs ve Haziran aylarında Dünya Bankası (DB) ve OECD küresel ekonomiye ilişkin ara dönem raporlarını yayınlamıştır. OECD'nin 2016 yılı Haziran ayında yayımladığı Ekonomik Görünüm Raporunda, 2016 ve 2017 için küresel büyüme tahmini sırasıyla yüzde 3 ve yüzde 3,3 olarak açıklamıştır. DB'nin Haziran ayında yayımladığı Küresel Ekonomik Beklentiler Raporunda 2016 ve 2017 için küresel büyüme tahminleri sırasıyla yüzde 2,4 ve yüzde 2,8 olarak açıklanmıştır. DB yeni tahminlerinde, Ocak ayı tahminlerini sırasıyla 0,5 ve 0,3 puan aşağı yönlü revize etmiştir.
- **Küresel bileşik PMI göstergesi, Nisan ve Mayıs aylarında ortalama 51,3 seviyesine gerçekleşmiştir.** Endeks 2015 yılı Aralık ayından beri uzun dönem ortalaması olan 53,1 seviyesinin altında seyretmekte ve küresel yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir.
- **Küresel deniz ticaretinin yoğunluğunu ve hangi düzeyde seyrettiğini gösteren Baltık Kuru Yük Endeksi, oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir.** Endeks, küresel kriz dönemi olan 2008 yılında en düşük 715'ler seviyesini görmüşken, 10 Şubat 2016 tarihinde 290 seviyesine inmesinin ardından 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla endeks değeri 660 olarak kaydedilmiştir. Merkezi Plan Bürosu (CPB) tarafından yayınlanan 24 Mart 2016 tarihli dünya ticaret verilerine göre 2016 yılı Ocak ayında küresel ticaret aylık bazda yüzde 0,4 oranında daralmıştır.
- **ABD ekonomisi 2016 yılı birinci çeyrekte beklentilerin üzerinde yüzde 1,1 oranında büyümüştür.** Bir önceki tahmine göre yukarı yönlü revize edilen büyüme oranında ihracattaki artış etkili olmuştur. Ekonominin yaklaşık yüzde 70'ini oluşturan tüketim harcamalarının son iki yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmesi, büyümeyi baskılamaya devam etmektedir. OECD ve DB özellikle azalan verimlilik artışının büyüme üzerinde olumsuz etkiler yarattığını ileri sürerek 2016 yılına ilişkin büyüme tahminlerinde aşağı yönlü revizyona gitmişlerdir.
- **FED'in politika normalizasyon süreci beklenenden daha yavaş ilerlemektedir.** FED Başkanı Yellen, 7 Haziran 2016 tarihinde yaptığı açıklamada faiz artırımının Haziran ayında olmayacağını vurgulamış; Temmuz ayının çok erken bir zaman olabileceğinin ve bu nedenle Eylül ayında muhtemelen artırıma gidilebileceğinin de sinyallerini vermiştir.

- **Japonya parasal genişleme politikasına devam etme kararı almıştır.** Yıllık 80 trilyon yenlik parasal teşvik sürecine devam edilmektedir. Ayrıca yüzde 0,1 oranındaki negatif gösterge faiz oranı da sabit tutulmuştur. Düşük büyüme performansı, düşük tüketici fiyatları ve ücret artışları nedeniyle, Ocak ayında negatif faiz oranı uygulamasına geçen Japonya Merkez Bankası'nın Temmuz ayında ek parasal genişlemeye gitmesi beklenmektedir.
- **Avro Bölgesinde zayıf dış talebe rağmen artan iç talep yılın ilk çeyreğinde büyümenin sürükleyicisi olmuştur.** 2015 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,4 oranında büyüyen Avro Bölgesi, 2016 yılının ilk çeyreğinde ivme kazanarak yüzde 0,6 oranında büyümüştür. Bir önceki yılın ilk çeyreği ile karşılaştırıldığında büyüme yüzde 1,7 olmuştur.
- **Avro Bölgesinde zayıf fiyat dinamiklerini etkileyen faktörler baskınlığını korumakta ve enflasyon, hedefin altında seyretmektedir.** Nisan ayında yüzde 0,2 oranında gerileyen enflasyon, Mayıs ayında yüzde 0,1 oranında gerilemeye devam etmiştir.
- **Avrupa Merkez Bankası (ECB) 2 Haziran'da gerçekleştirdiği toplantısında beklentilere paralel olarak para politikasında bir değişikliğe gitmemiştir.** Makroekonomik tahminlerini de güncelleyen ECB, 2016 yılı Haziran ayı projeksiyonlarında, bir önceki tahminlerinde yüzde 1,4 olarak öngördüğü 2016 yılı büyüme tahminini yüzde 1,6'ya, enflasyon tahminini de yüzde 0,1'den yüzde 0,2'ye revize etmiştir.
- **23 Haziran 2016 tarihinde yapılan Birleşik Krallık'ın AB'den ayrılması (Brexit) referandumunun sonucu yüzde 52 oranında ayrılma yönünde olmuştur.** Sonuçların yarattığı şok etkisi ile küresel finansal piyasalarda sert dalgalanmalar yaşanmıştır. Bununla birlikte oluşan ilk etki beklenilenin altında olmuştur.
- **Çin ekonomisi 2016 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre 0,2 puan ivme kaybederek yüzde 6,7 oranında büyümüştür.** Sanayi üretimi ve sabit sermaye yatırımlardaki toparlanmaya ek olarak hizmetler sektörü büyümenin ana sürükleyicisi olmuştur.
- **Çin kalkınma bankacılığında dünyada ilk sıraya yükselmiştir.** Çin Kalkınma Bankası 2014 yılsonu verilerine göre DB'yi geride bırakarak dünyanın yurt dışı aktif büyüklüğü en yüksek kalkınma bankası olmuştur.
- **Hindistan ekonomisi 2016 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre ivme kazanarak yüzde 7,9 oranında büyümüştür.** Büyümenin ana sürükleyici tüketim ve stok değişimi olmuştur.
- **Brezilya ve Rusya ekonomilerindeki resesyon devam etmektedir.** Düşük petrol fiyatları ve politik belirsizlikler Brezilya ekonomisini olumsuz etkilerken, Çin'deki yavaşlama ve petrol talebindeki daralma nedeniyle de Rusya ekonomisi olumsuz etkilenmektedir. Brezilya'nın 2016 yılında 4,3 oranında daralacağı tahmin edilmektedir. Rusya ekonomisinin de mali sıkılaştırma, azalan yatırımlar ve tüketim ve uluslararası yaptırımlar nedeniyle 2016 yılında 1,9 oranında daralması öngörülmektedir. 2003 yılından bu yana en düşük seviyesine gerileyen petrol fiyatları, 2016 yılı Mart ayının ortasından itibaren yükseliş eğilimine girmiştir. 30 Haziran 2016 itibarıyla Brent petrolün varil fiyatı 49,9 seviyesindedir.

## I. KÜRESEL GÖRÜNÜM

**Küresel ekonomik aktivite düşük düzeyde seyretmektedir.** Gelişmiş ekonomilerdeki toplam talep düzeyinin düşüklüğü küresel büyümenin önündeki ana engellerden biridir. Diğer taraftan düşük emtia fiyatları, kamu mali alanının darlığı, cari işlemlerdeki dengesizlikler ve para politikasındaki sıkılaştırma baskısı gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme görünümünü olumsuz etkilemektedir. Söz konusu gelişmelere ek olarak, iklim değişikliği kaynaklı kuraklık ve sel baskınları gibi doğal afetler, politik belirsizlikler ve yüklü sermaye çıkışları birçok gelişmekte olan ülkeyi olumsuz etkilemektedir.

**Küresel ekonomi düşük büyüme kapanına girmiştir.** Gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ekonomide söz konusu düşük büyüme ortamı belirginleşmektedir. Küresel ticaret ve yatırımlarda gözlenen yavaşlama eğilimi devam etmektedir. Küresel ekonomik görünümde aşağı yönlü riskler baskınlığını korumaktadır. Verimsizleşen parasal genişleme politikaları, artan özel sektör borcululuğu, jeopolitik ve siyasi belirsizlikler, Britanya'nın AB'den ayrılma kararı (Brexit), finansal piyasalardaki volatilité, uzun süredir devam eden düşük küresel talep, düşük verimlilik artışı, düşük ücret artışları uzun dönem büyüme tahminlerini aşağı çekmiştir. Oynak sermaye akımları ve kurlardaki değer kaybı baskısı gelişmekte olan ülkelerin piyasa faizlerinin küresel faizlerden ayrışmasına neden olmaktadır.

**Küresel büyüme beklentilerine ilişkin iyimserlik azalmaktadır.** 2016 yılı Mayıs ve Haziran aylarında DB ve OECD küresel ekonomiye ilişkin ara dönem raporlarını yayınlamıştır. OECD'nin 2016 yılı Haziran ayında yayımladığı Ekonomik Görünüm Raporunda, 2016 ve 2017 için küresel büyüme tahmini sırasıyla yüzde 3 ve yüzde 3,3 olarak açıklamıştır. Raporda, para politikasının tek başına düşük büyüme tuzağından çıkmak için yeterli olmadığı, yatırımları desteklemek için mevcut olan mali alanlar kullanılması gerektiği, verimlilik, ücret ve eşitliği artıracak yapısal reformlara ihtiyacın devam ettiği belirtilmektedir.

**Tablo: OECD ve Dünya Bankası Büyüme Tahminleri**

	OECD Haziran 2016 Tahminleri (%)			Şubat 2016 Ara Dönem Tahminlerinden Fark (%) Puan		DB Haziran 2016 Tahminleri (%)			Ocak 2016 Ara Dönem Tahminlerinden Fark (%) Puan	
	2015	2016	2017	2016	2017	2015	2016	2017	2016	2017
<b>Dünya Büyümesi</b>	3,0	3,0	3,3	0	0	2,4	2,4	2,8	-0,5	-0,3
<b>ABD</b>	2,4	1,8	2,2	-0,2	0	1,9	2,2	2,1	-0,8	-0,2
<b>Avro Bölgesi</b>	1,6	1,6	1,7	0,1	0	1,6	1,6	1,6	-0,1	-0,1
<b>Japonya</b>	0,6	0,7	0,4	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,5	-0,8	-0,4
<b>Almanya</b>	1,4	1,6	1,7	0,3	0	-	-	-	-	-
<b>Fransa</b>	1,2	1,4	1,5	0,2	0	-	-	-	-	-
<b>İtalya</b>	0,6	1,0	1,4	0	0	-	-	-	-	-
<b>İngiltere</b>	2,3	1,7	2,0	-0,4	0	2,2	2,0	2,1	-	-
<b>Kanada</b>	1,2	1,7	2,2	0,3	0	-	-	-	-	-
<b>Çin</b>	6,9	6,5	6,2	0	0	6,9	6,7	6,5	0	0
<b>Hindistan</b>	7,4	7,4	7,5	0	0,2	7,6	7,6	7,7	-0,2	-0,3
<b>Brezilya</b>	-3,9	-4,3	-1,7	-0,3	-1,7	-3,8	-4,0	-0,2	-1,5	-1,6

Kaynak: DB Haziran 2016 ve Ocak 2016 tarihli Ekonomik Beklentiler Raporu ve OECD Haziran 2016 ve Şubat 2016 tarihli Ekonomik Görünüm Ara Değerlendirme Raporu.

**DB küresel büyüme tahminleri aşağı yönlü revize etmiştir.** Haziran ayında yayımladığı Küresel Ekonomik Beklentiler Raporunda 2016 ve 2017 için küresel büyüme tahmini sırasıyla yüzde 2,4 ve yüzde 2,8 olarak açıklanmıştır. DB, 2016 yılı dünya büyüme tahminini yüzde 2,9'dan

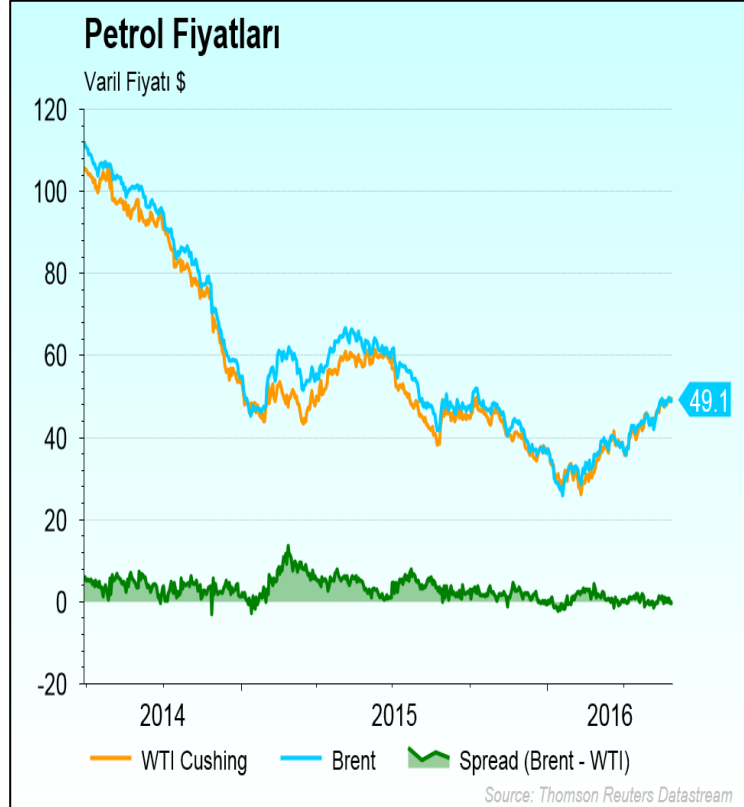
yüzde 2,4'e, 2017 yılı tahminini de yüzde 3,1'den yüzde 2,8'e revize etmiştir. Revizyonun sebebi, gelişmiş ekonomilerdeki zayıf büyüme, düşük emtia fiyatları, zayıf küresel ticaret ve azalan sermaye akımları ile gerekçelendirilmiştir. Raporda düşük büyüme ortamında aşırı yoksul kesimlerin yaşamlarının iyileştirilmesinin kritik olduğu hatırlatılmıştır.

**23 Haziran 2016 tarihinde yapılan Britanya'nın AB'den ayrılması referandumu sonucunda yüzde 52 oranında ayrılma kararının yarattığı şok etkisi ile finansal piyasalarda sert dalgalanmalar yaşanmıştır.** Pound, ABD Doları, Yen ve Avro karşısında ilk tepki sonucu yüzde 8 ve yüzde 14'lere varan oranda değer kaybetmiştir. Yen ise ABD Doları karşısında yüzde 4 oranında değer kazanmıştır. Stoxx-600 endeksi yüzde 5,8, İngiliz FTSE-250 yüzde 7, Almanya'nın DAX endeksi yüzde 6, Japonya Nikkei-225 endeksi yüzde 7,9, ABD Dow Jones endeksi yüzde 3,4 oranında düşmüştür. Küresel varlıklarda fiyatlamada dalgasının bir süre daha devam etmesi, ancak uzun dönemli yapısal değişikliğin Birleşik Krallık-AB ilişkilerinin izleyeceği seyre bağlı olacağı düşünülmektedir.

**2016 yılının ilk çeyreğinde ortalama 51,6 seviyesinde gerçekleşen küresel bileşik PMI göstergesi, Nisan ve Mayıs aylarında ortalama 51,3 seviyesine gerilemiştir.** Endeks 2015 yılı Aralık ayından beri uzun dönem ortalaması olan 53,1 seviyesinin altında seyretmektedir. 2016 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,5 oranında gerileyen küresel mal ticaret endeksi, ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe yüzde 0,5 oranında gerilemeye devam etmiştir. Bu gelişmeler, küresel yavaşlamanın devam ettiği işaret etmektedir.

**Gelişmekte olan ülkelerde büyüme dinamikleri zayıf ve ülkeler arasında farklılık göstermeye devam etmektedir.** Emtia ithalatçısı ülkelerin emtia ihracatçısı ülkelere kıyasla daha dayanıklı olduğu görülmektedir. Emtia ihracatçısı ülkelere Brezilya ve Rusya'da ekonomik görünüm ve finansal koşullar kötüleşmeye devam etmektedir.

**Brent ham petrol fiyatları Mart ayının ortasından itibaren yükseliş eğilimine girmiştir.** Irak, Nijerya ve Birleşik Arap Emirliklerinde üretimdeki aksaklıkların petrol arzını azaltması ve beklentilerin üzerinde gerçekleşen petrol talebi söz konusu gelişmede etkili olmuştur. Nisan ayının başında spot piyasalarda 38,7 ABD dolarından satılan Brent petrol, Nisan-Haziran döneminde en yüksek 52,2 ABD Dolarını görmüştür. 30 Haziran itibarıyla Brent petrolün varil fiyatı 49,1 seviyesindedir. Yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatlarındaki oynaklık jeopolitik gerilimler, İran'ın petrol piyasasına dönüşü, OPEC üyesi olan ve olmayan ülkelerin petrol üretimine ilişkin kararları nedeniyle devam etmektedir.



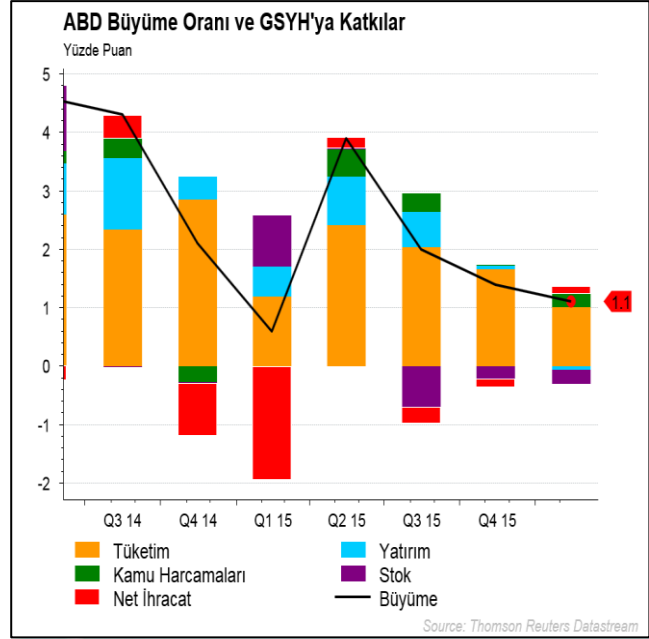


## II. BÖLGESEL GÖRÜNÜM

### A. GELİŞMİŞ EKONOMİLER

#### 1. ABD

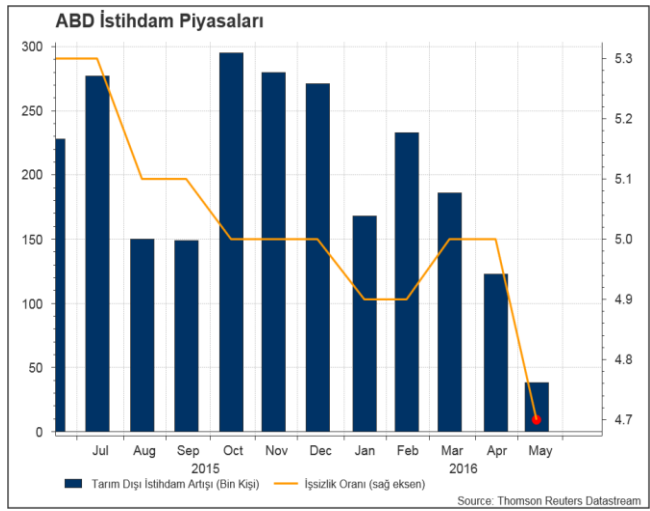
**ABD ekonomisi Ekonomik Analiz Bürosu'nun yayınladığı nihai rakamlara göre 2016 yılı birinci çeyrekte yüzde 1,1 oranında büyümüştür.** Yıllıklandırılmış çeyreklik büyümenin 2015 yılında yüzde 1,4 olduğu göz önüne alındığında, büyüme performansında bir miktar azalma yaşanmıştır. Ancak 2016 yılının birinci çeyreğine ilişkin geçtiğimiz ay yapılan yüzde 0,8'lik birinci büyüme tahmininin üzerinde büyümesinde ihracatın beklenenden fazla artış göstermesi etkili olmuştur. Bunun yanı sıra özel tüketim harcamaları bir önceki tahmine göre aşağı yönlü revize edilerek yüzde 1,9'dan yüzde 1,5'e indirilmiştir. Kişisel tüketim böylece iki yılın en düşük seviyesine gerilemiştir.



**ABD ekonomisi 2016 yılı başlarından yıl ortasına kadar geçen sürede beklenenden daha düşük bir ekonomik performans sergilemiştir.** Petrol fiyatlarının düşüklüğü nedeniyle enerji sektöründeki firmaların yatırımlarını azaltması, güçlenen dolar ve zayıflayan dış talep nedeniyle ihracatın sektöre uğraması ABD'nin son dönem büyüme performansında azalan bir görünüme neden olmuş ve bu durum, uluslararası kuruluşların büyüme beklentilerinin aşağı yönlü revizyona gitmelerine sebep olmuştur. OECD Mayıs ayında yayınladığı Ekonomik Görünüm Raporu'nda 2016 yılı büyüme oranını 0,2 puan azaltarak yüzde 1,8'e; DB ise Haziran ayında yayınladığı Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu'nda ABD büyüme beklentisini 0,8 puan azaltarak yüzde 1,9'a indirmiştir. Ayrıca azalan verimlilik artışı, büyüme beklentilerindeki aşağı yönlü revizyonda önemli bir diğer faktördür. Sermaye yoğun sektörler olan imalat sanayii ve enerji üreten endüstrilerdeki yavaşlamayla birlikte emek verimliliği de azalmıştır. Söz konusu raporlarda, düşük yatırımlar, demografik baskının yoğunlaşması ve verimlilik artışındaki ciddi azalma büyüme önündeki başlıca engeller olarak görülmüştür. Diğer taraftan, istihdam piyasasındaki olumlu gelişmeler ve bunun paralelinde harcanabilir gelir artışları ile düşen petrol fiyatlarının özel kesim harcamalarını pozitif yönde etkilemesi, büyümedeki sert düşüşleri engelleyen dengeleyici unsurlar olmaya devam etmektedir.

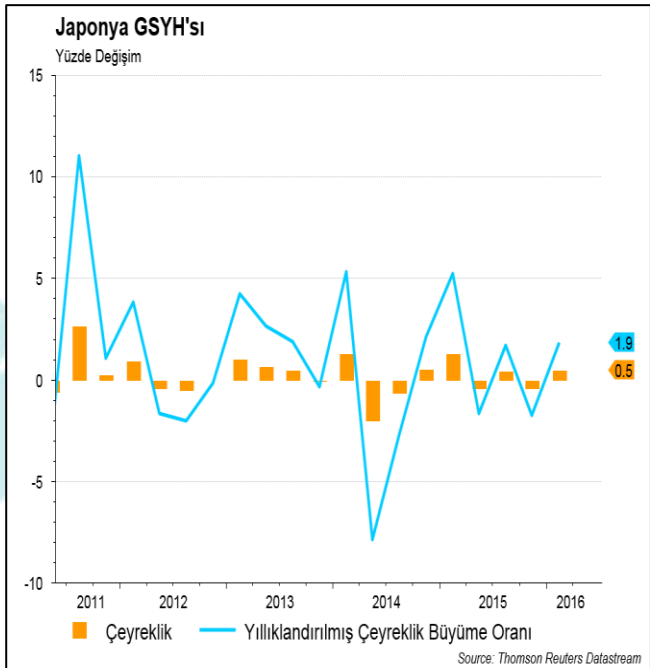
**FED'in Aralık ayından bu yana devam eden politika normalizasyonu süreci Ocak ayı beklentilerinden daha yavaş ilerlemektedir.** Küresel yavaşlama, Brexit endişesi, Çin'deki yavaşlama ve yeniden dengelenme süreci söz konusu ihtiyatlı adımlarda etkili olmaktadır. FED Başkanı Yellen, 7 Haziran 2016 tarihinde yaptığı açıklamada faiz artırımının Haziran ayında olmayacağını vurgulamış; Temmuz ayının çok erken bir zaman olabileceğinin ve bu nedenle Eylül ayında muhtemelen artırıma gidilebileceğinin de sinyallerini vermiştir. Yellen, ekonominin diğer faiz artırım süreçlerini kaldırabilecek düzeyde olduğunu ve tüketicilerin bu çeyrek harcamalarını artırarak ekonomik büyümeyi destekleyecek pozisyonda olduklarını vurgulamış, ekonomide istihdamı ve enflasyonu destekleyen itici faktörlerin diğer negatif etkilere göre daha ağır bastığını dile getirmiştir.

**ABD tarım dışı istihdam verisi Mayıs ayında beklentilerin oldukça altında gerçekleşmiştir.** ABD'de tarım dışı istihdam Mayıs ayında 160 bin seviyesindeki beklentinin çok altında 38 bin artmıştır. Mayıs ayında işsizlik oranı 2007 yılından bu yana en düşük seviyesine gerileyerek yüzde 4,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. İşsizlik oranındaki düşüşün işgücüne katılımdaki azalmadan kaynaklanması, FED'in faiz artırım kararında temkinli hareket etmesindeki gerekliliği bir kez daha ortaya koymuştur.



## 2. Japonya

**Japonya ekonomisi ılımlı büyüme ile daralma arasında bir performansı sergilemektedir.** Özel tüketim harcamaları düşük, reel gelirdeki artışlar zayıf seyretmektedir. Zayıf küresel görünüm ve düşük yeni ihracata sınırlı destek sağlaması nedeniyle de düşük ihracat seviyesine sahiptir. Her ne kadar Japonya, 2016 yılı birinci çeyreğinde yıllık bazda yüzde 1,9 büyüme oranıyla beklentilerin üzerinde büyüme performansı sergilese de, 2016 yılının tamamına ilişkin büyüme tahminleri düşürülmüştür. Düşük iş alemi duyarlılığı, güçlü yen ve Nisan ayında görülen deprem nedeniyle 2016 büyüme tahminleri aşağı yönlü revize edilmiştir. DB, Japonya 2016 büyüme tahminini 0,8 puan düşürerek, yüzde 0,5'e indirmiştir.

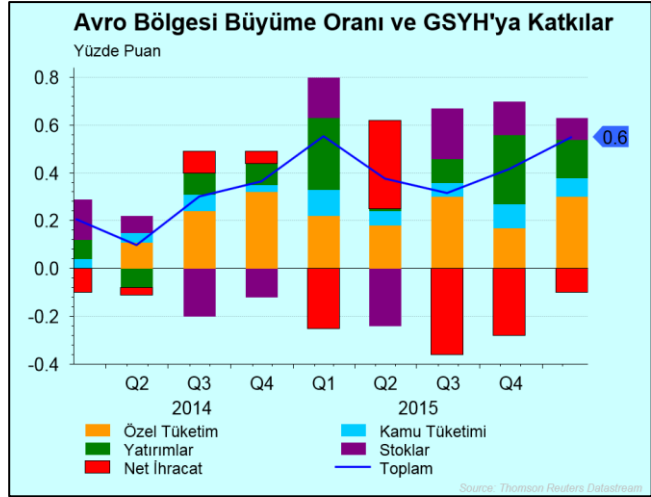


**Düşük büyüme performansına rağmen, yaşanan nüfus nedeniyle işsizlik oranı düşük seyretmektedir.** 2009 yılında yüzde 5,5 seviyelerine çıktıktan sonra sürekli aşağı yönlü bir eğilim gösteren işsizlik oranı, 2016 yılı Nisan ayında yüzde 3,2'ye gerilemiştir. Japonya, işsizlik oranının en düşük olduğu 10 ekonomi arasında yer almaktadır.

**Düşük büyüme performansı, düşük tüketici fiyatları ve ücret artışları nedeniyle, Ocak ayında negatif faiz oranı uygulamasına geçen Japonya Merkez Bankası parasal genişleme politikasına devam etmektedir.** Ancak uzun zamandır uygulanan agresif parasal genişleme politikasına rağmen, düşük piyasa getirileri ve enflasyon beklentileri para politikasının başarısının sorgulanmasına neden olmaktadır. Para politikasından yeterli destek sağlanamaması nedeniyle mali konsolidasyon programı da askıya alınmaktadır. 2016 yılı Nisan ayında yüzde 10 artırılması planlanan vergi artışı, önce 2017 yılı Nisan ayına, daha sonra da 2019 yılı Ekim ayına ertelenmiştir. Ayrıca hükümetin ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla ek bütçe önermesi beklenmektedir. Söz konusu politikaların ekonomik daralmayı engellemesi beklenmektedir.

### 3. Avro Bölgesi

Zayıf dış talebe rağmen artan iç talep yılın ilk çeyreğinde büyümenin sürükleyicisi olmuştur. 2015 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,4 oranında büyüyen Avro Bölgesi, 2016 yılının ilk çeyreğinde ivme kazanarak yüzde 0,6 oranında büyümüştür. Üye ülkelerin ilk çeyrekte büyüme performansı farklılık göstermeye devam etmektedir. İtalya ve Almanya sırasıyla yüzde 0,18 ve yüzde 0,16 oranında daralırken, İrlanda ve Estonya yüzde 1,5 ve yüzde 0,8 oranında büyümüştür.

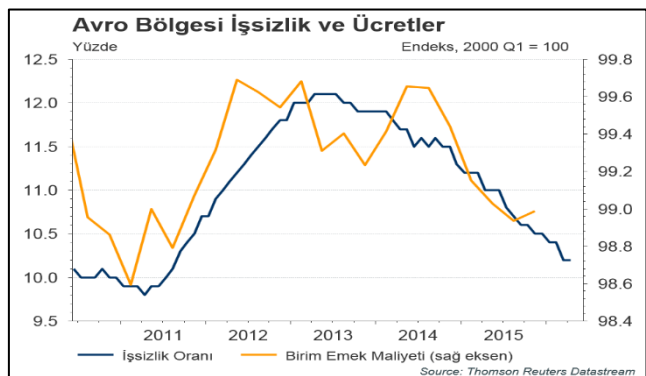


Bir önceki yılın ilk çeyreği ile karşılaştırıldığında büyüme yüzde 1,7 olmuştur. Özel tüketim, kamu harcamaları, yatırımlar ve stok değişimi büyümeye olumlu katkı verirken, net ihracatın katkısı negatif olmuştur. 2016 yılının ilk çeyreğinde büyümeye hane halkı harcamalarından, kamu tüketimi, yatırımlar ve stok değişiminden sırasıyla 0,3, 0,1, 0,16, ve 0,1 puan katkı gelirken, net ihracatın katkısı negatif yönde 0,1 puan olmuştur.

2015 yılının son çeyreğinde özel tüketimde kaydedilen ivme kaybına karşılık, yılın ilk çeyreğinde toplam tüketim artış eğilimine girmiştir. Paris ve Belçika'daki terör saldırıları hizmetler sektörünü olumsuz etkilemiştir. Petrol fiyatlarındaki gerileme ve artan istihdam olanakları hanehalklarının harcanabilir gelirini artırırken, destekleyici para politikası çerçevesi neticesinde iyileşen finansal koşullar toplam talebi olumlu etkilemektedir. ECB'nin Mayıs ayı raporuna göre hanehalklarının faiz ödemelerinin harcanabilir gelirleri içindeki payının 3 puan gerilemesinin hane halkı bilançolarına olumlu yansıdığı belirtilmektedir. Faizlerdeki gerilemenin gelirleri yeniden dağıtıcı etkisi olduğu, kaynakların marjinal harcama eğilimi düşük net tasarruf sahiplerinden, harcama eğilimi yüksek net borçlulara yönlendirdiği belirtilmektedir. Artan kapasite kullanımı ve sermaye malı üretimi Avro Bölgesinde iş kesiminde güven ve yatırım artışına işaret etmektedir.

Yılın ilk çeyreğinde ihracat rakamları düşük düzeyde seyretmeye devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki yavaşlama eğilimi ve küresel ticarete gözlenen yavaşlamanın ihracat üzerindeki olumsuz etkisine ek olarak, geçtiğimiz yıl içerisinde ABD Doları karşısında değer kazanan Avro, bölge ülkelerinin ihracat performansını olumsuz etkilemeye devam etmektedir.

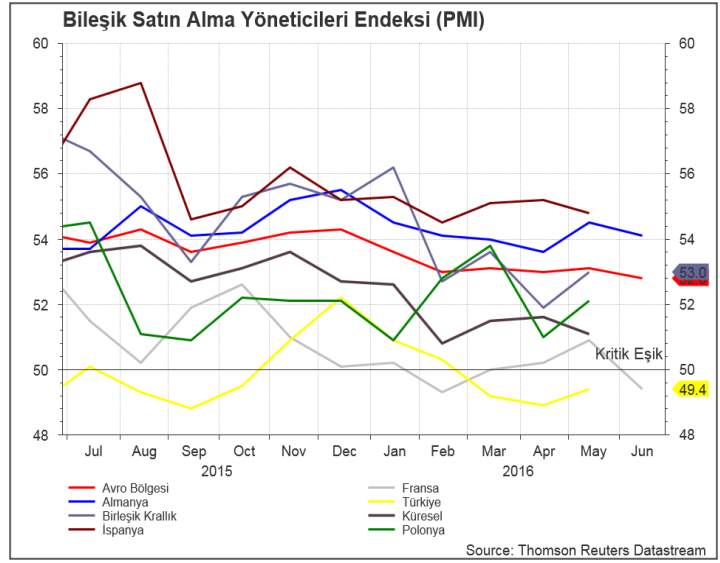
Zayıf fiyat dinamiklerini etkileyen faktörler baskınlığını korumakta ve enflasyon, hedefin altında seyretmektedir. Gösterge enflasyon 2013 yılından itibaren yüzde 1'in altında kaydedilmektedir. Tüketici fiyatları Mayıs ayında yıllık bazda yüzde 0,1 azalarak ECB'nin aldığı tedbirlere dair soru işaretlerinin artmasına neden olmuştur. Mart, Nisan ve Mayıs aylarında negatif enflasyon oranları kaydedilmiştir.



İşsizlik bölge genelinde yüzde 10,2 gibi yüksek düzeyde seyretmektedir. Yüksek işsizlik rakamları ücret artışlarını sınırlandırmaktadır. Azalan birim emek maliyetleri ve sınırlı ücret

artışları toplam talebe olumsuz yansımaktadır. Ücret ve toplam talepteki bu gelişmelere ek olarak azalan enerji maliyetleri enflasyonun düşük seyretmesine neden olmaktadır.

**Avro Bölgesinde Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) yılın ikinci çeyreğinde kritik düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir.** İthalat, ihracat, sanayi üretimi gibi aylık verilerin sunduğu karışık tabloya rağmen, Nisan, Mayıs ve Haziran ayı PMI endeksi yılın ikinci çeyreğinde ortalama 52,9 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki çeyrek ortalamasının 0,4 puan altında kalmakla birlikte ılımlı büyüme sinyali vermiştir. Avro Bölgesinde artan politik belirsizlik nedeniyle endeks Haziran ayında son 17 ayın en düşük seviyesi olan 52,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.



**ECB'nin destekleyici para politikası çerçevesini sürdürmesine ek olarak kamu kesimi üzerindeki konsolidasyon baskısının azalması genişleyici maliye politikasına olanak sağlayacaktır.** Azalan petrol fiyatlarının hane halkı harcanabilir gelirine ve şirketler kesiminin karlılığına olumlu katkısının özel tüketim ve yatırım harcamalarını artırması beklenmektedir.

**Diğer taraftan ekonomik görünüm üzerinde aşağı yönlü riskler devam etmektedir.** Avro Bölgesinin büyüme görünümü üzerinde Brexit sonucunun olası etkileri, deflasyon, mülteci krizi, AB halklarının birliğe olan güven kaybı, artan aşırılıkçı terör tehdidi, finansal dalgalanmalar, Fransa ve Belçika'da başlayan grev ve sosyal huzursuzluğun yaygınlaşması gibi aşağı yönlü riskler baskınlığını sürdürmektedir.

**Söz konusu görünüm ve gelişmeler ECB'yi destekleyici para politikası çerçevesini sürdürmeye zorlamaktadır.** Avrupa Merkez Bankası (ECB) 2 Haziran 2016 tarihinde gerçekleştirdiği toplantısında beklentilere paralel olarak para politikasında bir değişikliğe gitmemiştir. ECB 2016 yılı Haziran ayı projeksiyonlarında, bir önceki tahmininde yüzde 1,4 olarak öngördüğü 2016 yılı büyüme tahminini yüzde 1,6'ya revize etmiştir. Benzer şekilde 2016 yılı enflasyon tahminini de yüzde 0,1'den yüzde 0,2'ye revize etmiştir. ECB Başkanı Draghi varlık alımlarının enflasyonun hedefe yakınsayana ve istikrarlı bir görünüm kazanana kadar devam edeceğini vurgulamıştır. Draghi, varlık alımları sonlandırıldıktan sonra bile faiz oranlarının mevcut veya daha düşük seviyelerde tutulmaya devam edilebileceğini ifade etmiştir. ECB'nin 10 Mart 2016 tarihinde aldığı genişletici para politikası kararları ülkelerin fonlama maliyetlerindeki düşüşte etkili olmuştur. Avro Bölgesinde uzun süredir uygulanan destekleyici para politikası hanehalklarının bilançolarındaki faiz yükünü azaltıcı ve harcanabilir geliri artırıcı yönde etki etmektedir.

23 Haziran 2016 tarihinde yapılan Brexit (Birleşik Krallığın Avrupa Birliği üyeliğinden çıkması) kamuoyu yoklamasında oyların yüzde 51,9'u Brexit'in kabulü ile sonuçlanmıştır. Referandumda İngiltere ve Galler'de "kabul", İskoçya ve Kuzey İrlanda'da "ret" oyu ağırlık kazanmıştır. Brookings Enstitüsü referandum sonucunu 21. yy'nin en önemli çöküşü olarak değerlendirmektedir. Brexit kararı sonucu AB'de sancılı bir 'ayrılma süreci'nin yaşanması beklenmektedir. Süreç Lisbon Antlaşması'nın 50'nci maddesine bağlı olarak AB Konseyi'ne bildirmesiyle başlayacaktır. Taraflar ayrılığı müzakere edip bir anlaşma sağlayacaktır. Bu anlaşma



sağlandığı andan itibaren ya da bildirimden sonra en geç iki yıl içinde AB anlaşmaları Birleşik Krallık için uygulanır olmaktan çıkacaktır. (Bkz. Kutu.1)

#### **Kutu 1: Brexit ve Olası Etkileri**

Brexit, uygulamanın AB tarihinde bir ilk olmasının yanı sıra ayrılacak ülkenin Birleşik Krallık gibi AB'nin en önemli ortaklarından biri olması dolayısıyla da önemli sonuçları olabilecek bir karardır.

Birleşik Krallığın AB'den ayrılması, 1984 yılından beri süregelen bir konudur. Gerek AB bütçesine yaptıkları ödemelerden ve gerekse Brüksel'den gelen kararlara uymak konusunda "isteksiz" olan İngilizleri, son dönemde yoğunlaşan göçmen krizi de etkilemiştir. Oylamada "evet" diyenler çoğunlukla yaşlılar olmuş, gençler genelde "hayır" oyunu kullanmışlardır. AB'den çıkış müzakerelerinin en az 2 yıl sürmesi ve tüm süreçlerin tamamlanmasının ise 7 yılı bulması beklenmektedir. Ancak AB otoriteleri Birleşik Krallığın bu konuda hızlı adımlar atmasını ve zaman kaybetmemesini istemişlerdir.

Brexit kararının ardından; gerek küresel piyasalarda, gerekse başta Birleşik Krallık ve AB'de olmak üzere politika yapıcılarının, kararın etkilerine yönelik tedbir almaya çalışacakları uzun bir sürecin yaşanması beklenmektedir. Brexit'in Birleşik Krallık ekonomisi, AB ekonomisi ve küresel ekonomi üzerinde olmak üzere kısa, orta ve uzun vadede çeşitli ekonomik ve siyasi etkilerinin olması beklenmektedir.

Birleşik Krallık'ın AB'den ayrılması, önemli bir finans merkezi olması nedeniyle küresel ekonomik büyümeye zarar verebilecektir. Belirsizliğin artması ve ekonomik güvenin bozulması küresel yavaşlamaya hatta resesyona sebep olabilecek ve finans piyasalarında dalgalanmayı artırabilecektir. Halihazırda yavaşlayan gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki finansal baskılar da artabilecektir.

Finansal piyasalardaki türbülansın süresi bir ölçüde Avro Bölgesinde bir istikrarsızlık yaşanıp yaşanmayacağına bağlı olacaktır. Brexit, AB'nin zayıflamakta olduğu şeklinde yorumlanıp Avro Bölgesi içinde henüz tam anlamda mali istikrarını oluşturamamış ülkeler üzerinde spekülasyon baskılarının yeniden oluşmasına neden olabilecektir. Bu durumda, Avro üzerindeki baskı da artabilecek, ancak daha önemlisi 2011 ölçeğinde olmasa da yeniden Avro Bölgesi odaklı bir yönetim krizinin gündeme gelmesi mümkün olabilecektir. Ancak Brexit kararının ardından finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın 2008-2009 küresel finansal krizini başlatan Lehman Brothers etkisini yaratması beklenmemektedir. Kırılgan bir görünüm arz eden küresel ekonomik konjonktürde Brexit referandum sonuçları küresel ekonomik ve politik belirsizliği artıran unsur olmuştur. Bundan sonraki süreçte AB'den ayrılma yönünde zincirleme etkiler (domino's effect) yaşanabilecektir. İspanya, Fransa, Hollanda ve İtalya'da AB karşıtı grupların da ayrılma referandumları için hükümetlere baskı yapması olasıdır. Birleşik Krallığın kendi içindeki çözülme süreci hızlanabilecektir. Kuzey İrlanda ve İskoçya AB'de kalmak için ayrılma referandumları talep edebilecektir.

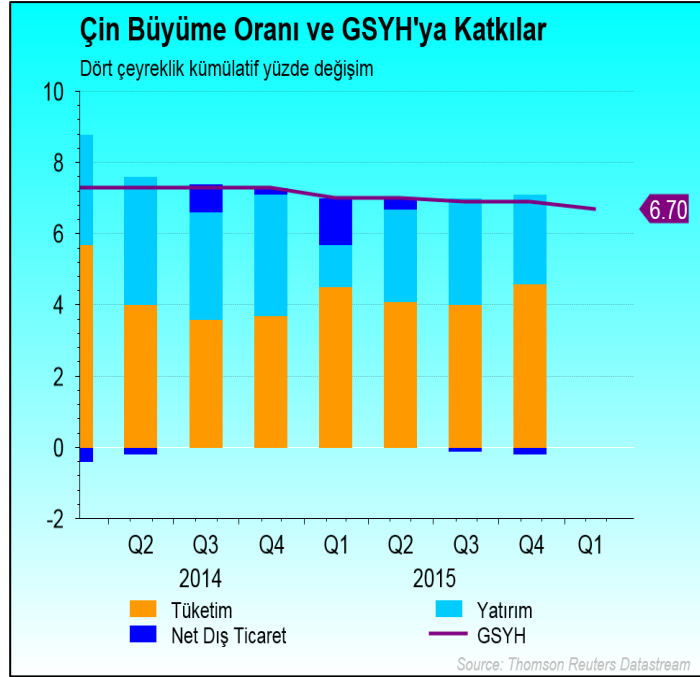
Referandum kararının ana etkisinin 2017 yılında yüzde 2 oranında büyümesi öngörülen Birleşik Krallık ekonomisinde olması beklenmektedir. Kısa vadede ekonominin daralması, yatırım kararlarının duraksaması ve tüketici güveninin zayıflaması beklentiler dahilindedir. Birleşik Krallık ve AB'nin ticaret, yatırım, emek mobilitesi gibi alanlardaki yüksek entegrasyon düzeyi Brexit'in etkilerini karmaşıktırılmaktadır. Kısa vadede hali hazırdaki kanun ve düzenlemelerin, AB'den çıkış tamamlanıncaya kadar yürürlükte kalması, Norveç-AB ilişkisini benzer ortaklığın tesis edilmesi, ticaret ilişkilerinin hangi çerçevede tesis edileceğine yönelik müzakerelerin iki yıldan önce sonuçlanamayacağı varsayıldığı önümüzdeki iki yıllık sürecin belirsizliklerle dolu olduğunu göstermektedir. Brexit kararının etkilerini modellemeye çalışan çalışmaların çoğunluğu GSYH düzeyinin daha düşük olacağını öngörmektedir. Ticaret, doğrudan yatırımlar ve finans kanalındaki kayıpların, deregülasyon ve AB bütçesini yapılan katkıdan tasarruf edilmesi kaynaklı kazançların etkisini domine edeceğini öngörmektedir. Yalnızca Liverpool Modeli adlı çalışmada birlikten ayrılma sonrasında tarım ve imalat sanayinde uygulanan tarife dışı engellerin kalkması ile ticaretin artacağı öngörülmektedir.

Özetle önümüzdeki birkaç ayda belirsizlik ve piyasalardaki dalgalanmalar devam edecektir. Ancak ana etkiler ve ikinci tur etkiler 2017-2018 sonrası dönemde ortaya çıkacaktır.

## B. YÜKSELEN PİYASALAR VE GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

### 1. Çin

2016 yılının ilk çeyreğinde büyüme ilk çeyreğe göre 0,2 puan ivme kaybederek yüzde 6,7 oranında gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyrek büyüme gerçekleşmesi Çinli otoritelerin yüzde 6,5-7,0 hedefi ile uyumludur. Sanayi üretimi ve sabit sermaye yatırımlardaki toparlanmaya ek olarak hizmetler sektörü büyümenin ana sürükleyicisi olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde sanayi üretimi, kredi artış hızı ve perakende satışlar gibi kısa vadeli göstergeler ekonomide momentumun yakalandığına işaret etmektedir. Hizmetler sektörünün önemli bileşeni olan konut sektöründe toparlanma devam etmektedir. Yılın ilk çeyreğinde konut sektörü yıllık yüzde 9,1 oranında büyümüştür. Ancak inşaat sektörü konut satışlarındaki artışa eşlik etmemiştir. 2015 yılının son çeyreğinde finansal piyasalarda gerçekleşen dalgalanmanın kurların ve finansal piyasaların durulması ile birlikte belirsizlik azalmıştır. Önümüzdeki dönemde destekleyici para politikası ve mali teşviklerin toplam talebi artırmaya devam etmesi beklenmektedir.



**Çin ekonomisindeki dengelenme süreci yeni sorunları ortaya çıkarmaktadır.** Çin ekonomisindeki değişimler başta Asya ekonomileri olmak üzere küresel ekonomiyi etkilemektedir. Çin'de ekonomik büyümenin daha düşük bir oranda gerçekleşmesi ile birlikte hammadde ihtiyacının azalmasından Avusturalya, Endonezya ve Malezya gibi emtia ihracatçısı ülkeler olumsuz yönde etkilenmektedir.

**Ülkede tüketime dayalı bir ekonomi modelinin yerleşmesi Çin'e nihai ürün ihracı gerçekleştiren ülkeler için önemli fırsat sunmaktadır.** Yatırımlar ve ihracattaki azalma bir süre önceye kadar en önemli sorunlar olarak kabul edilirken, günümüzde gelir dağılımındaki bozulma, sanayi sektöründe oluşan atıl kapasite ve finansal piyasalarda gözlenen oynaklık gibi konular Çin ekonomisinin maruz kaldığı riskler olarak öne çıkmaktadır.

**2015 yılının son çeyreğinde finansal piyasalarda gerçekleşen dalgalanmanın, kurların ve finansal piyasaların durulması ile birlikte belirsizlik azalmıştır.** Küresel büyümenin ve ticaretin yavaşladığı bir devrede kurlardaki düzeltmenin yurtiçi aktiviteyi desteklemesi beklenmemektedir.

**Mayıs ayında dış ticaret performansı olumsuz sinyal vermiştir.** Küresel talebin zayıf seyretmesiyle birlikte Çin'in ihracatı Mayıs ayında beklentilerin üzerinde daralmıştır. Mayıs ayında ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 4,1 oranında azalmıştır.

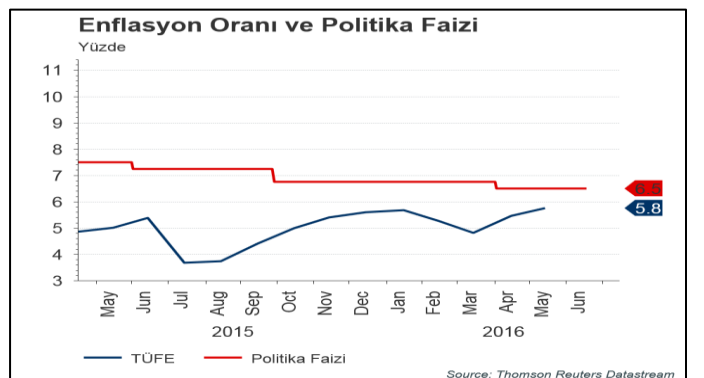
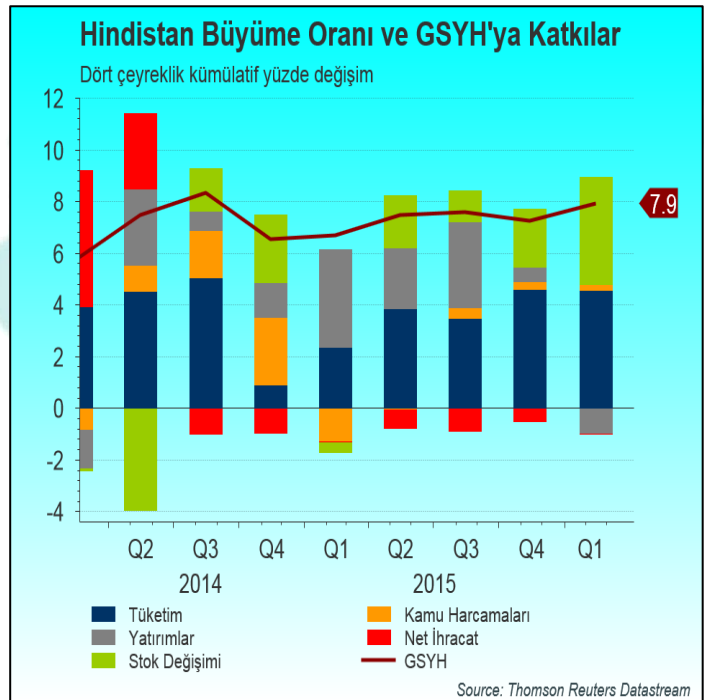
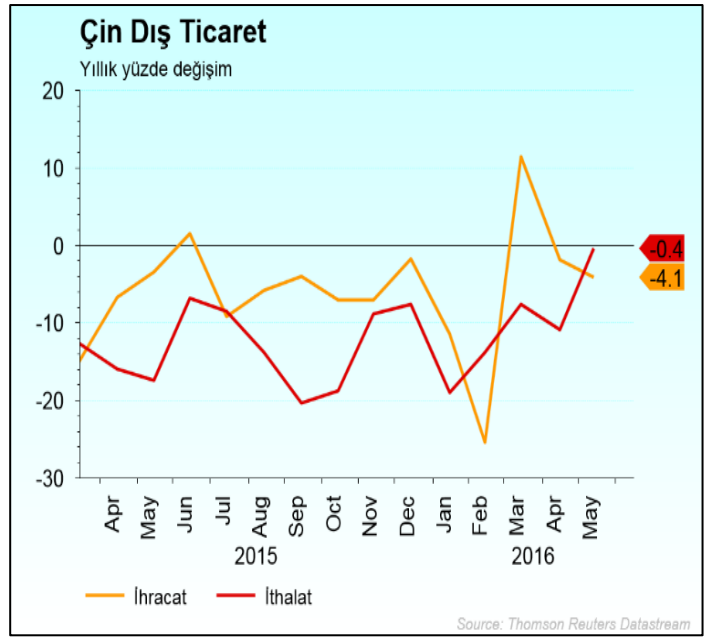
**Çin kalkınma bankacılığında dünyada ilk sıraya yükselmiştir.** Çin Kalkınma Bankası 2014 yılsonu verilerine göre DB'yi geride bırakarak dünyanın yurt dışı aktif büyüklüğü en yüksek kalkınma bankası olmuştur. Çin, kalkınma finansmanında önemli bir oyuncu olarak küresel gücünü artırmaya devam ettirmektedir.

## 2. Hindistan

**2015 yılının son çeyreğinde yüzde 7,3 oranında kaydedilen büyüme, 2016 yılının ilk çeyreğinde ivme kazanarak yüzde 7,9 olmuştur.** Büyümenin ana sürükleyici tüketim ve stok değişimi olmuştur. Özel tüketim, kamu tüketimi ve stok değişimi büyümeye sırasıyla 4,56, 0,23 ve 4,16 puan katkı vermiştir. Yatırımlar ve net ihracat büyümeye 0,95 ve 0,05 puan negatif katkı vermiştir.

**Düşük faizler ve petrol fiyatları Hindistan'ın güçlenen toplam talebine katkı vermeye devam etmektedir.** Modi hükümetinin reform çabaları, kamu çalışanlarına yapılan zamlar ve planlanan kamu yatırımları Hindistan büyümesine yönelik beklentileri yükseltmektedir.

**Düşük petrol ve emtia fiyatları nedeniyle azalan enflasyon baskısı merkez bankasının hareket alanını artırmaktadır.** İhtiyatlı bir maliye politikası sürdürülen Hindistan'da, tüketici fiyatlarının gerilemesi halinde Hindistan Merkez Bankası'nın büyümeyi desteklemek için faizleri indirmesi beklenmektedir.

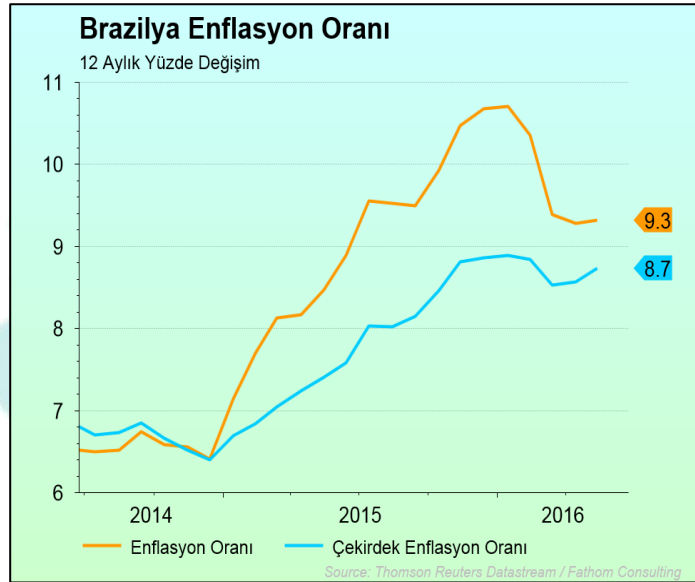
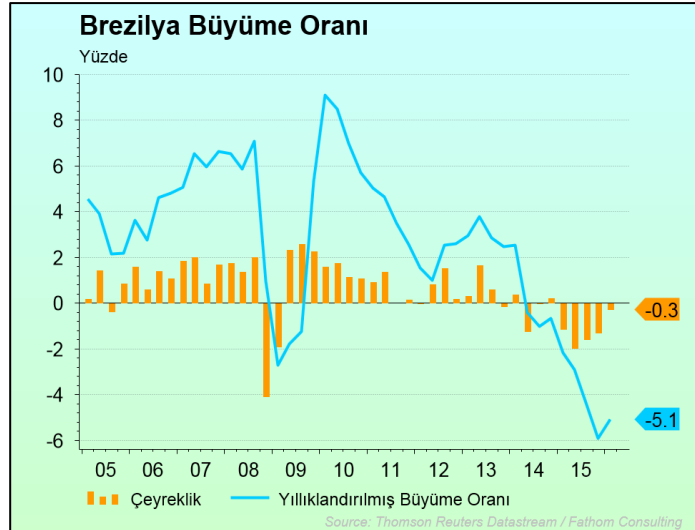


### 3. Brezilya

**Brezilya Ekonomisi küresel ve yurtiçi olumsuzluklar nedeniyle halen ciddi bir resesyon sürecindedir.** Düşük petrol fiyatları ve politik belirsizlikler ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. 2016 yılı Mayıs ayında Cumhurbaşkanı Dilma Rousseff, 2014 yılı genel seçimleri öncesinde kamu açığını gizlemek amacıyla bütçede usulsüzlük yapmakla suçlanmış ve görevi askıya alınmıştır. Böylece Brezilya'da 13 yıldır devam eden İşçi Partisi iktidarı son bulmuştur. Söz konusu siyasi belirsizlikler yatırımcıların ekonomi üzerindeki güveninin azalmasına neden olmaktadır.

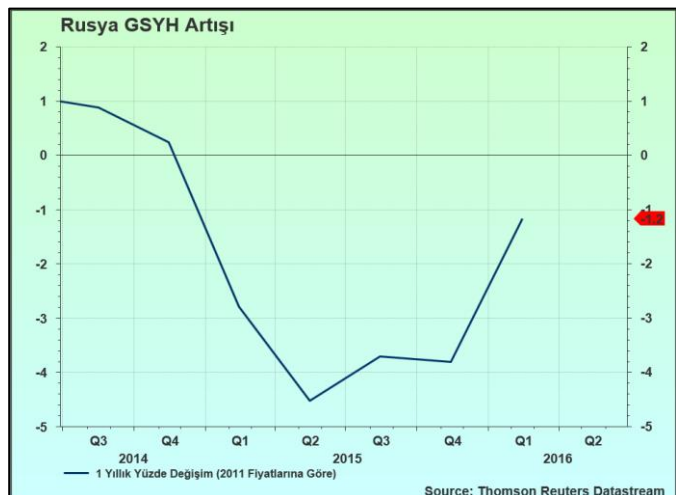
**Brezilya ekonomisi sekiz aydır art arda daralmaktadır.** 2016 yılı birinci çeyrekte çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında daralan ekonomi, yıllık bazda yüzde 5,4 oranında daralmıştır. Yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik oranı reel geliri aşındırmakta ve dolayısıyla yurtiçi tüketim ve yatırım kanalları büyümeye sınırlı etkiye bulunmaktadır.

**Brezilya'da enflasyon Şubat ayından bu yana yüzde 10'un altında seyretmektedir.** Mayıs ayında açıklanan enflasyon verilerine göre, enflasyon oranı yıllık bazda yüzde 9,3 olarak gerçekleşirken, çekirdek enflasyon oranı yüzde 8,7 olarak kaydedilmiştir. Brezilya Merkez Bankası politika faiz oranını değiştirmemiştir. 8 Haziran 2016 tarihinde gerçekleştirilen toplantıda politika faiz oranının yüzde 14,25 oranında sabit tutulması kararı alınmıştır.



### 4. Rusya

**2016 yılı birinci çeyrekte Rusya ekonomisi yıllık bazda yüzde 1,2 oranında daralmıştır.** 2015 yılı dördüncü çeyrekte yüzde 3,8 oranında daralan ekonomi bir miktar toparlanmış olsa da, beş çeyrektir üst üste daralan ekonomi resesyondan çıkamamıştır. İmalat, inşaat, perakende ve toptan ticaretteki düşüşler ekonominin daralmasına neden olmaktadır. DB raporuna göre 2015 yılında yüzde 3,7 oranında daralan ekonominin 2016 yılında yüzde 1,2 daralması beklenmektedir.





**Yüzde 5 enflasyon hedefi olan Rusya Merkez Bankası politika faiz oranını 10 Haziran 2016 tarihinde yüzde 11'den yüzde 10,5'e indirmiştir.** Rusya Merkez Bankasının 2015 yılı Ağustos ayından sonra ilk defa faiz indirim kararı almıştır. Rusya Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamada, enflasyon riski ve enflasyon beklentilerinin azaldığı vurgulanmıştır. Rusya Merkez Bankası enflasyon riski daha fazla düşerse ve 2017 yılı sonuna kadar enflasyon hedefinin yüzde 4'e yaklaşacağı öngörülürse gelecek toplantıda faiz indiriminin yeniden gündeme gelebileceğinin de sinyallerini vermiştir.

**6 Haziran 2016 tarihinde açıklanan son verilere göre Mayıs ayında enflasyon yüzde 7,3 oranında gerçekleşmiştir.** Böylece enflasyon oranı üç aydır aynı seviyesini korumuştur. Rusya Merkez Bankası, enflasyondaki söz konusu istikrarlı durumu göz önünde bulundurarak 2016 yılına ilişkin enflasyon tahminlerini revize etmiş ve yüzde 5-6 seviyesine düşürmüştür.

#### **Kaynaklar:**

- 1) IMF – IFS, OECD, DB, Eurostat ve AB Komisyonu veri setleri
- 2) OECD Ekonomik Görünüm Raporları
- 3) DB Küresel Ekonomik Beklentiler Raporları
- 4) Avrupa Merkez Bankası (ECB)
- 5) ABD Merkez Bankası (FED)
- 6) Japonya Merkez Bankası (BOJ)
- 7) US Bureau of Labor Statistics (BLS)
- 8) US Bureau of Economic Analysis (BEA)
- 9) Cabinet Office, Government of Japan
- 10) National Bureau of Statistics of China
- 11) IMF Commodity Market Review
- 12) The Institute of International Finance (IIF)
- 13) Thomson Reuters – Datastream
- 14) Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları