

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama eğilimi 2018 yılının son çeyreğinde de devam etmiş; büyüme oranları önceki çeyreğe göre azalmıştır. Gelişmiş ülkeler tarafında ABD ekonomisindeki görece olumlu görünüm söz konusu dönemde de sürerken, Euro Bölgesi ve Japonya'nın büyüme hızlarındaki yavaşlama belirginleşmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, Çin, Hindistan ve Brezilya'da büyüme hız kesmiştir. 2019 yılına ilişkin öngörüler küresel ekonomik faaliyetteki yavaşlama eğiliminin yılın ilk çeyreğinde de süreceği ve sonrasında kademeli bir dengelenme olacağı yönündedir. Bununla birlikte, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin oldukça yüksek seyretmesi ve iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin derinleşmesi durumunda politika alanının kısıtlı durumundan ötürü, 2019 yılı küresel büyüme görünümüne ilişkin risklerin ağırlıklı olarak aşağı yönlü olduğu değerlendirilmektedir.

2019 yılının ilk çeyreğinde, manşet enflasyon oranı gelişmiş ülkeler grubunda gerilemiş, gelişmekte olan ülkeler grubunda ise artmıştır. Emtia fiyatlarında 2018 yılı son çeyreğinde yaşanan azalışların 2019 yılının ilk çeyreğinde bir miktar geri alındığı görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyatlarına ilişkin risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde sıkılaştıran işgücü piyasası nedeniyle hızlanan ücret artışları, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Ancak, küresel büyüme görünümünün zayıflamaya devam etmesi, gelişmiş ülke işgücü piyasalarındaki baskıların hafiflemesine yol açabilecektir. Özetle, 2019 yılında küresel enflasyon oranlarının, ılımlı küresel büyüme ve emtia fiyatlarının seyrine bağlı olarak yatay bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir.

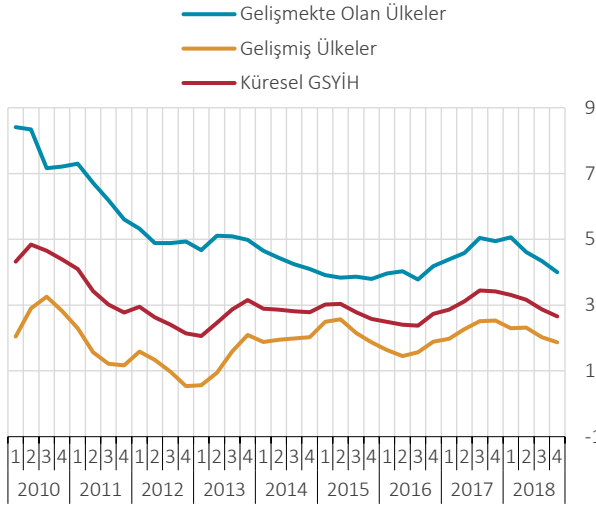
2019 yılının ilk çeyreğinde küresel ölçekte ekonomi politikalarındaki yüksek belirsizlik, iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğilimi ve hedeflerle uyumlu enflasyon oranları, merkez bankalarını daha durağan bir para politikasına teşvik etmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki normalleşme süreçleri, söz konusu dönemde belirgin olarak duraksamıştır. Fed, 2019 yılı için daha önce iki olan faiz artırım öngörüsünü Mart toplantısı ile politika faizinde değişikliğe gidilmeyeceği yönünde revize ederken, ECB ise Mart ayı toplantısındaki sözlü yönlendirmesinde olası faiz artırım sürecini 2020 yılına ötelemiştir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankalarının, normalleşme sürecine ilişkin ifadelerinin tonunda gözlenen belirgin yumuşama, uzun vadeli tahvil getirilerinde gerilemeye yol açmıştır.

2018 yılı sonundan itibaren gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin daha yavaş olacağına dair görünümün ortaya çıkması ve risk iştahında gözlenen kısmi iyileşme, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Buna karşın, Nisan ayı sonu itibarıyla, gelişmekte olan ülkelerdeki fiyatlamalara bakıldığında iyimser görünümün belirginleşmediği ve hisse senedi piyasalarından çıkışların yaşandığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde uzun süredir devam eden genişlemeci politikalara rağmen büyümenin dalgalı seyri ve küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizliğin oldukça yüksek seyretmesinin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin ülkeye özgü koşullarına bağlı risk unsurlarının önemini korumasının söz konusu zayıflamaya neden olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, kırılabilirlikleri azaltmak için makroekonomik politikaların etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesi önem arz etmektedir.

### 2.1 Küresel Büyüme

2018 yılının son çeyreğinde küresel büyüme oranındaki yavaşlama devam etmiş; küresel ekonominin büyüme hızı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke büyüme hızlarındaki yavaşlamaya bağlı olarak bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir. (Grafik 2.1.1). Gelişmiş ülkeler tarafında Euro Bölgesi ile Japonya'da büyüme hızı belirgin bir şekilde yavaşlarken, ABD ekonomisi olumlu büyüme görünümünü korumuştur. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, büyümeye en yüksek katkıyı veren Çin, Hindistan ve Brezilya'da büyümenin hız kestiği görülmektedir. Anılan dönemde, gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları bir önceki çeyreğe kıyasla bütün bölgelerde azalmıştır (Grafik 2.1.2).

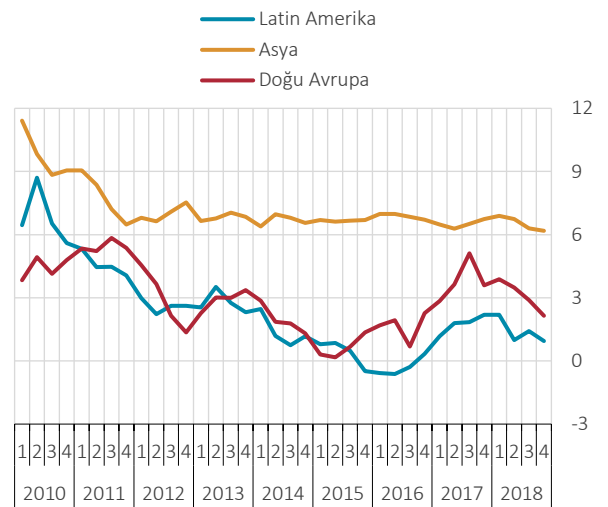
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları\* (Yıllık % Değişim)



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)

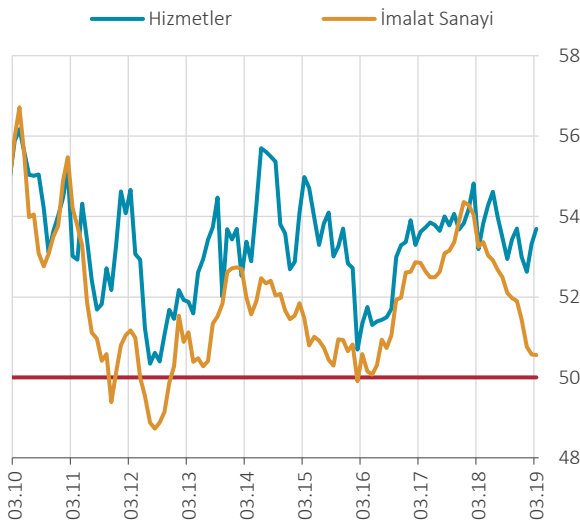


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Toplu taşıma yapılar için ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

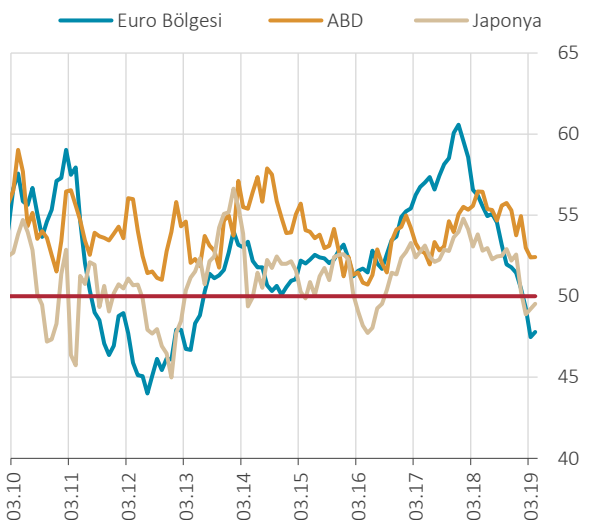
2019 yılının ilk çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, küresel ekonomideki yavaşlamanın devam ettiğine ve bir önceki çeyreğe kıyasla daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, gelişmiş ülkelere ait imalat sanayi PMI verilerinin gerilemeye devam ettiği ve bahsi geçen göstergelerin Euro Bölgesi ve Japonya için 50 seviyesine altına geldiği görülmektedir (Grafik 2.1.4). Bu durum gelişmiş ülkelerin büyüme hızlarında yaşanan yavaşlamanın yılın ilk çeyreğinde de devam ettiğini ve büyüme oranlarının bir önceki çeyreğe kıyasla daha düşük gerçekleşeceğini ima etmektedir. Özellikle küresel ticarete ve iç politikaya ilişkin belirsizlikler nedeniyle Euro Bölgesi'nde yaşanan ekonomik yavaşlamanın, yıl genelinde süreceği beklenmektedir (Kutu 2.1). Japonya'da sanayi üretiminin Ocak ve Şubat aylarında yıllık olarak gerilediği görülmektedir. Bu nedenle, Japonya ekonomisinde yaşanan yavaşlamanın yılın ilk çeyreğinde artarak devam edeceği ve yıllık büyüme oranının sıfıra yakın bir düzeyde gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir.

Grafik 2.1.3: Küresel PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.4: Gelişmiş Ülkeler İmalat Sanayi PMI

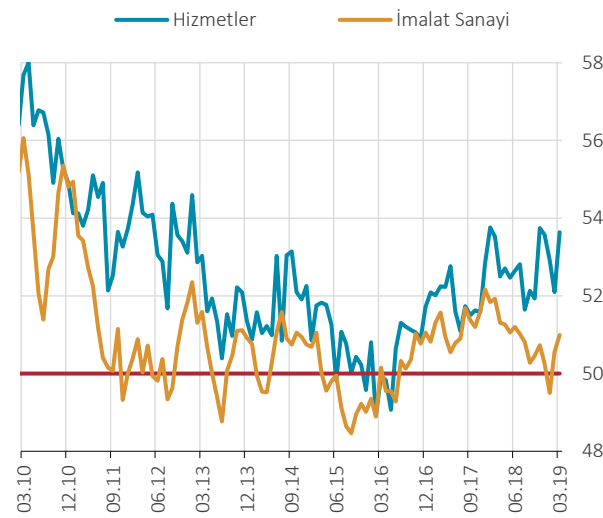


Kaynak: IHS Markit.

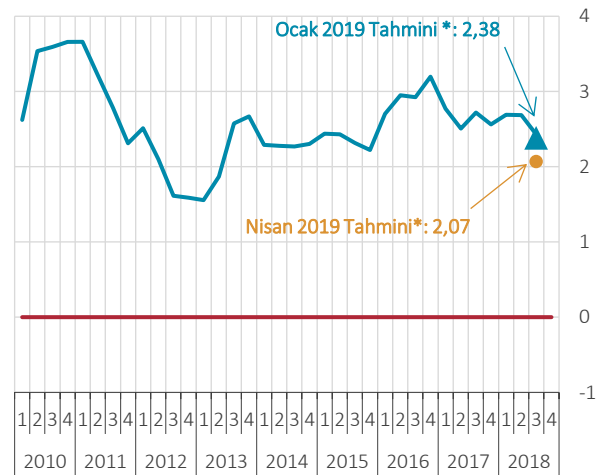
Gelişmekte olan ülkelere ilişkin imalat sanayi PMI göstergesi, yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır. (Grafik 2.1.5). Bu dönemde, Fed'in 2019 yılında faiz arttırma beklentisinin belirgin şekilde gerilemesi, finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma ve belirsizlikleri bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar azaltmıştır. Ancak, küresel ticaret politikalarına ve jeopolitik risklere ilişkin belirsizlikler devam etmekte ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri yavaşlamaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin, yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre daha olumsuz bir büyüme performansı sergileyebileceği öngörülmektedir.

Özetle, küresel iktisadi faaliyetin, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak yılın birinci çeyreğinde yavaşlayacağı ve büyüme hızının önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir. Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre, 2019 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahmininin, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü olarak güncellenmesi bu beklentiyi desteklemektedir (Tablo 2.1.1).

Grafik 2.1.5: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi<sup>1</sup>  
(Yıllık Ortalama % Değişim)

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* 2019 yılı büyüme tahminini göstermektedir.

Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerinde, 2019 yılı büyüme tahminleri Euro Bölgesi ve Japonya için 0,4 puan aşağı çekilmiştir (Tablo 2.1.1). Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, 2019 büyüme tahminleri Asya Pasifik bölgesi için değişmezken; Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölgeleri için aşağı yönlü güncellenmiştir. Benzer şekilde 2019 yılına ilişkin IMF Nisan ayı Dünya Ekonomik Görünümü tahminleri de Ocak ayı tahminlerine göre aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu çerçevede, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2019 yılına ilişkin yıllık büyüme tahmini, Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre gerilemiştir<sup>1</sup> (Grafik 2.1.6).

Önümüzdeki döneme ilişkin, ABD ve Çin arasında süren ticaret anlaşmazlıklarının uzaması ve Euro Bölgesi'ndeki politik belirsizliklerin sürmesine ek olarak, Çin'in yurt içi ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla uygulamaya koyduğu genişletici politikaların bankacılık sektörü üzerinde yaratacağı ek kırılganlıklardan ve jeopolitik anlaşmazlıklardan doğabilecek riskler de mevcuttur. Söz konusu risk unsurlarının küresel finansal piyasalara dair hassasiyetlerin artmasına ve küresel ekonomik belirsizliğin yükselmesine neden olarak 2019 yılında küresel iktisadi faaliyet görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskleri belirginleştirdiği değerlendirilmektedir.

<sup>1</sup> Dış talep göstergesi olarak kullanılan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin kapsamı bu Rapor döneminde genişletilmiştir. Veri kalitesini arttırmak ve kapsamı genişletmek amacıyla, daha önce kullanılan veri setlerine ek olarak IHS Markit veri tabanı da kullanılmaya başlanmıştır. Böylelikle endeksin kapsamı 86 ülkeden 110 ülkeye yükseltilmiş, ihracatı temsil oranı da yüzde 79'dan yüzde 92'ye (2018 yılı ortalamalarına göre) çıkmıştır. Kapsam artışının tamamına yakını önceki endekste daha sınırlı bir şekilde temsil edilen Orta Doğu ve Afrika grubu ülkelerinin dahil edilmesiyle sağlanmıştır. Ayrıca yeni endekste, Consensus Economics yıllık tahminlerinin yanı sıra Markit'in çeyreklik tahminleri de kullanılmıştır.

Tablo 2.1.1: 2019 ve 2020 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2019	2020	2019	2020
Dünya	2,9	2,8	2,7	2,8
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>				
ABD	2,5	1,8	2,4	2,0
Euro Bölgesi	1,5	1,4	1,1	1,3
Almanya	1,4	1,6	0,8	1,5
Fransa	1,5	1,4	1,3	1,3
İtalya	0,5	0,7	0,0	0,5
İspanya	2,2	1,9	2,2	1,9
Japonya	1,0	0,4	0,6	0,5
İngiltere	1,5	1,6	1,3	1,5
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>				
Asya Pasifik	5,5	5,4	5,5	5,4
Çin	6,2	6,1	6,2	6,1
Hindistan	7,3	7,4	7,2	7,3
Latin Amerika	1,9	2,5	1,6	2,5
Brezilya	2,4	2,6	1,9	2,6
Doğu Avrupa	2,1	2,6	1,9	2,6
Rusya	1,5	1,8	1,5	1,8

Kaynak: Consensus Forecasts.

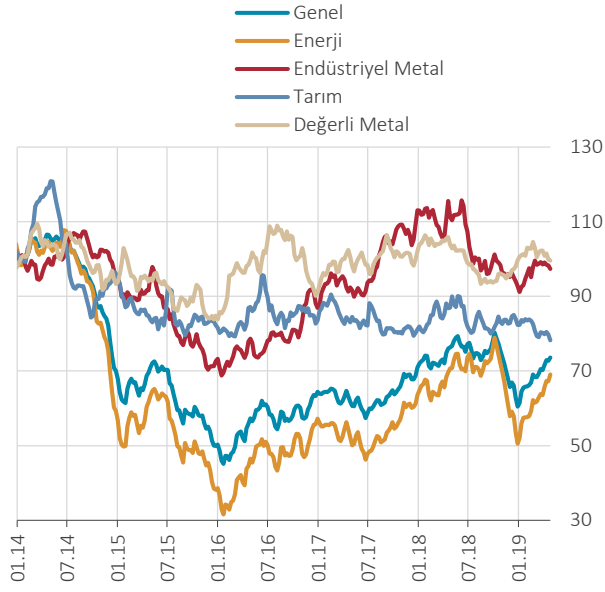
## 2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

Emtia fiyatları genel endeksinde 2018 yılının son çeyreğinde gözlenen sert düşüş, 2019 yılının ilk çeyreğinde yerini yeniden artışa bırakmıştır. Enerji ve endüstriyel metal fiyatları, söz konusu hareketin belirleyicileri olmuştur. Bununla birlikte, 2019 yılı ilk çeyreğinde enerji, endüstriyel metal ve tarım fiyatları bir önceki çeyreğe göre sırasıyla ortalama yüzde 8,3, 0,2 ve 1,6 oranlarında gerilemiştir. Değerli metal fiyatları ise aynı dönemde ortalama yüzde 6,1 oranında yükselmiştir (Grafik 2.2.1).

2018 yılında ABD ve Çin arasında süren ticaret gerilimi ve Çin'deki yavaşlamaya bağlı olarak gerileyen endüstriyel metal fiyatlarında, Çin'in yurt içi ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla genişletici politikaları uygulamaya koyması, küresel risk iştahında iyileşme ve endüstriyel metal piyasasında 2018 yılından beri süregelen arz kısıtları dolayısıyla, 2019 yılı ilk çeyreğinde sınırlı bir toparlanma gözlenmiştir. Söz konusu gelişmelerin fiyatlar üzerindeki artırıcı etkisinin önümüzdeki dönem belirginleşebileceği; ancak, küresel iktisadi faaliyetin beklenenden daha olumsuz bir görünüm sergilemesinin söz konusu etkiyi azaltabileceği değerlendirilmektedir.

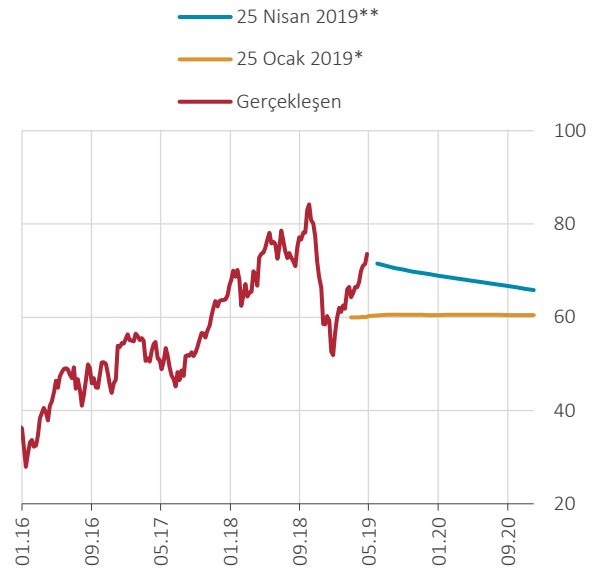
Küresel tarım üretimi ve tahıl stoklarının 2017 yılında tarihi yüksek seviyelere ulaşmasını takiben, 2018 yılında küresel talepte gözlenen yavaşlama tarım fiyatlarını aşağı çeken önemli unsurlar olmuştur. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde de küresel talebin yavaşlayacağı öngörüsü altında, tarım fiyatlarının yatay düşük seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir. Buna karşılık, uluslararası ticaret geriliminin hafiflemesi durumunda tarım fiyatlarında da Çin kaynaklı talep artışına bağlı olarak, yukarı yönlü bir hareket söz konusu olabilecektir. Gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki normalleşme sürecinin beklenenden daha yavaş olmasının netlik kazanması ve küresel ekonomi politikalarında belirsizliğin yüksek seyretmesi önümüzdeki dönemde altın fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketin süreceğine ilişkin beklentileri kuvvetlendirmektedir.

**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)**



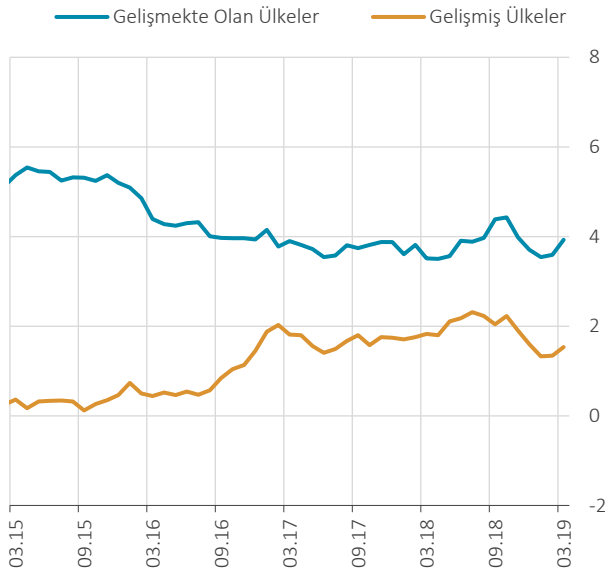
Kaynak: Bloomberg.

\*1-25 Ocak 2019 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

\*\*1-25 Nisan 2019 tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

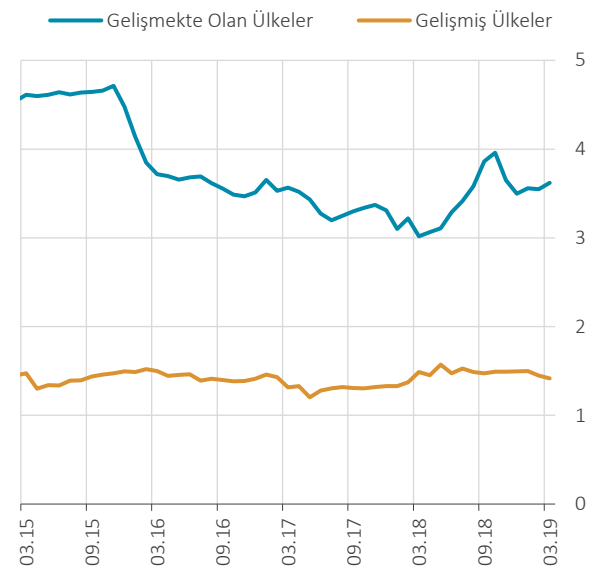
Ham petrol fiyatlarında 2018 yılı son çeyreğindeki hızlı düşüşün ardından, 2019 yılı ilk çeyreğinde arz yönlü artışlar gözlenmiştir. Söz konusu artışta, OPEC'in üretimi kısma kararının yürürlüğe girmesi ve Rusya'nın da bu karara uygun şekilde hareket etmesi; ABD kaya petrolü üretim artışının hız kesmesi; Venezuela ve Libya'daki politik gelişmelere bağlı olarak üretim kayıplarının olması etkili olmuştur. Bununla birlikte, küresel büyümede gözlenen yavaşlama fiyatların yukarı yönlü hareketini kısıtlayıcı etki yapmıştır.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Önümüzdeki dönemde, ABD ve Çin arasındaki müzakerelerin olumlu sonuçlanması, ABD kaya petrolü üretiminde gözlenen yavaşlamanın sürmesi ve Venezuela, İran ve Libya'ya ilişkin jeopolitik sorunların devam etmesi ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir. Haziran ayında Rusya ve OPEC arasında üretim kısıntılarının devamına ilişkin görüşmenin üretimi yeniden artırma yönünde sonuçlanması, ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin uzaması ve küresel ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın belirginleşmesi ise aşağı yönlü riskler olarak öne çıkmaktadır. Özetle, ham petrol fiyatlarına ilişkin risklerin dengeli olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında, ham petrol fiyatlarının 2019 yılında ortalama 67 ABD doları civarında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

2019 yılının ilk çeyreğinde, manşet enflasyon oranı gelişmiş ülkeler grubunda gerilemiş, gelişmekte olan ülkeler grubunda ise artmıştır (Grafik 2.2.3). İlgili dönemde çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ülkeler için bir miktar düşüş kaydederken, gelişmekte olan ülkeler için artış sergilemiştir (Grafik 2.2.4). 2019 yılına ilişkin enflasyon beklentileri, birçok gelişmiş ülke için bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).

ABD'de işsizlik oranlarının tarihsel düşük düzeylere gerilemesiyle artan ücretlere ve son dönemdeki ham petrol fiyat artışlarının olumsuz etkilerine karşın, ankete dayalı ve finansal piyasa verilerinden elde edilen enflasyon beklentileri yüzde 2'lik hedefle uyumlu seyretmektedir. Euro Bölgesi'nde ise sıkılaşan işgücü piyasası ile artan ücretlere karşın, 2019-2021 döneminde manşet tüketici enflasyonunun yüzde 2'ye, bir önceki tahmin Rapor dönemine göre daha yavaş yakınsayacağı beklenmektedir. Son dönemde enflasyonu yüzde 1 seviyesinin altında olan Japonya'da, süregelen pozitif çıktı açığının yanı sıra orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin artmasıyla manşet enflasyonun ılımlı bir şekilde yüzde 2 düzeyine çıkması öngörülmektedir. Öte yandan İngiltere'de sıkılaşan işgücü piyasası ve artan birim ücret maliyetlerine karşın enflasyon yüzde 2 civarında seyretmektedir.

**Tablo 2.2.1: 2019 ve 2020 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)**

	Ocak		Nisan	
	2019	2020	2019	2020
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>				
ABD	1,9	2,2	1,9	2,2
Euro Bölgesi	1,5	1,5	1,3	1,4
Almanya	1,8	1,7	1,4	1,6
Fransa	1,3	1,5	1,2	1,4
İtalya	1,1	1,3	0,9	1,3
İspanya	1,4	1,6	1,2	1,5
Yunanistan*	0,9	1,1	0,7	1,1
İngiltere	2,0	2,1	2,0	2,1
Japonya	0,9	1,3	0,6	1,0
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>				
Asya Pasifik (Japonya hariç)	2,4	2,4	2,2	2,3
Çin	2,2	2,2	2,1	2,1
Hindistan**	4,5	4,7	3,9	4,3
Latin Amerika (Venezuela hariç)	7,1	5,8	7,9	6,3
Brezilya*	4,1	4,0	4,0	4,1
Doğu Avrupa	6,7	5,6	6,4	5,5
Rusya*	4,7	4,1	4,6	4,1

Kaynak: Consensus Forecasts.

\* Yıllık yüzde değişim.

\*\* Hesaplamalar mali yıl içindir.

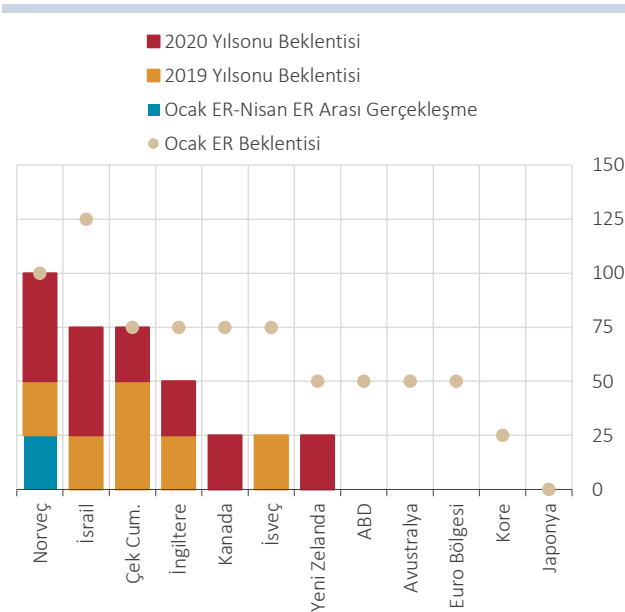
Önümüzdeki dönemde, ham petrol fiyatlarına ilişkin yukarıda sıralanan riskler, küresel manşet enflasyon üzerinde de aynı yönde risk unsuru teşkil etmektedir. Gelişmiş ülkelerde hızlanan ücret artışları, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, küresel büyüme görünümünün zayıflamaya devam etmesi, gelişmiş ülke işgücü piyasalarındaki baskıların hafiflemesine yol açabilecektir.

## 2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2019 yılı ilk çeyreğinde küresel para politikasında normalleşme süreçleri belirgin olarak duraksamış; gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırma konusunda temkinli yaklaşımları daha da güçlenmiştir. Faiz değişimlerinin oldukça az görüldüğü bu dönemde faiz artış beklentileri de geçtiğimiz Rapor dönemine göre önemli oranda aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme görünümünün zayıflaması ve çekirdek enflasyonun yatay seyretmesi para politikası görünümünde de görece bir gevşemeye neden olmuştur. Bu durumun finansal piyasalara ve tahvil getirilerine de yansıdığı gözlenmektedir. Nitekim üç büyük merkez bankası için opsiyonların ima ettiği politika faizleri geçtiğimiz Rapor dönemine göre gerilemiş, Japonya Merkez Bankası için ise sabit kalmıştır (Tablo 2.3.1).

Mart ayı toplantısında Fed faiz oranını sabit tutarken iki önemli karar almış; medyan faiz beklentisini 50 baz puan aşağı çekerken, bilanço küçültme sürecini de Eylül ayı itibarıyla donduracağını açıklamıştır. ABD ekonomisinde iktisadi faaliyete ilişkin verilerde belirgin bir kötüleşme olmamakla birlikte, küresel ekonomideki yavaşlama, finansal piyasalardaki gelişmeler ve getiri eğrisinin ters eğimli duruma gelmesi gibi nedenlerle Fed normalleşme sürecini şimdilik duraklatmıştır (Kutu 5.1). Fed'in medyan faiz beklentisini 2019 yılı için hiç artış yapılmayacak seviyeye çekmesi sonrası piyasa fiyatlaması daha da gerilemiştir. Mart ayı sonlarında piyasanın yıl içinde bir faiz indirimini bütünüyle fiyatladığı görüldüğü gibi, opsiyonların ima ettiği faiz oranı Nisan ayında dalgalı bir seyir izlemiştir. 26 Nisan itibarıyla bu oran hala güncel faiz oranı olan yüzde 2,5'in altında bulunmakta ve piyasaların yıl sonuna kadar Fed'in faiz indirmesine yüzde 63 olasılık atfettiklerini ima etmektedir.

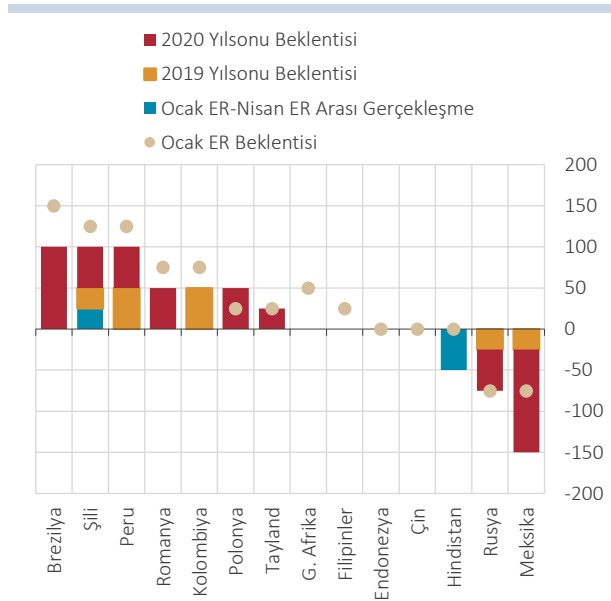
**Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler Ocak 2019 – Aralık 2020\*** (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

\* Gerçekleşmeler 26 Nisan 2019 itibarıyladır.

**Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler ve Beklentiler: Ocak 2019 – Aralık 2020\*** (Baz Puan)

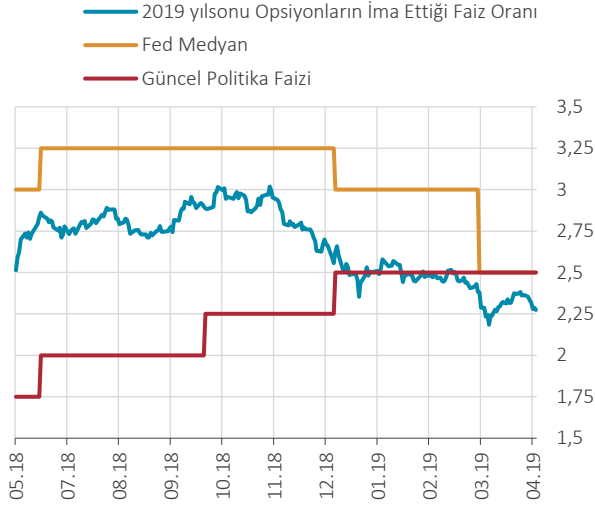


Kaynak: Bloomberg.

\* Gerçekleşmeler 26 Nisan 2019 itibarıyladır.

ECB de politika faizini sabit tutarken Mart ayı toplantısında sözle yönlendirmesini değiştirmiştir. Daha önce politika faizinin asgari olarak 2019 yılı ortasına kadar sabit kalacağı yönünde iletişim yapan Banka, Mart ayından itibaren bu tarihi yıl sonuna güncellemiş ve olası bir faiz artışını da 2020 yılına ötelemiştir. ECB, bir önceki tahminlerine göre, 2019 yılı büyüme beklentisini 0,6 puan aşağı yönlü güncellemesine karşın, ekonomik aktivitede bir durgunluk beklemediğini ve büyüme oranlarında 2020 yılından itibaren toparlanma gerçekleşeceği öngörüsünü paylaşmıştır. Bununla birlikte, ECB daha önce de kullandığı ve bankaları özel sektöre kredi vermeye teşvik eden finansman programının üçüncü ayağını devreye sokarak büyümeyi desteklemeye çalışmaktadır.

**Grafik 2.3.3: 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Fed Politika Faizi (% , Üst Bant)**



Kaynak: Bloomberg.

**Tablo 2.3.1: Dört Büyük Merkez Bankası 2019 Yıl Sonu İçin Opsiyonların İma Ettiği Politika Faizi (%)**

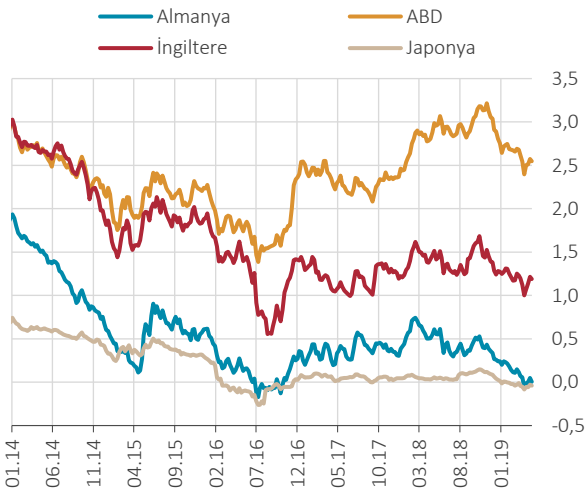
	Güncel Politika Faizi (%)	2019 Yıl Sonu Opsiyonların İma Ettiği Politika Faiz Oranı (%)		ER Dönemleri Arası Değişim (% puan)
		Ocak ER	26.Nis.19	
Fed	2,5	2,56	2,27	↓-0,29
ECB	0	0,05	-0,01	↓-0,06
İngiltere MB	0,75	0,84	0,81	↓-0,03
Japonya MB	-0,1	-0,12	-0,12	→0,00

Kaynak: Bloomberg.

## 2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

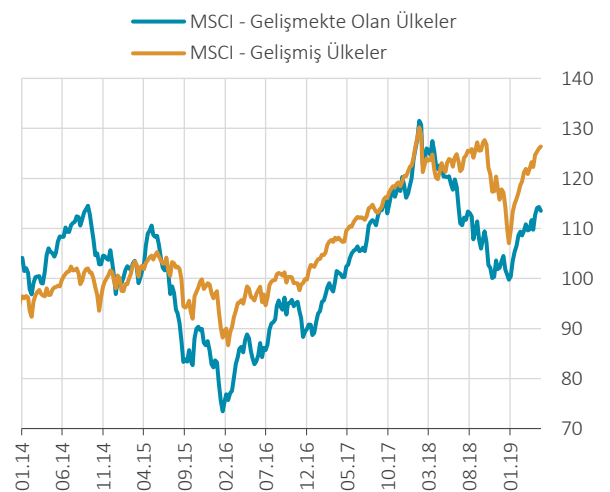
2018 yılının son çeyreğinde hisse senedi fiyatlarındaki düşüş ve risk primindeki yükselişe bağlı olarak sıkılaşan küresel finansal koşullar, 2019 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülke para politikası normalleşme süreçlerindeki yavaşlamanın belirginleşmesiyle birlikte bir miktar gevşemiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme sürecine ilişkin ifadelerinin tonunda gözlenen belirgin yumuşama, 10 yıl vadeli tahvil getirilerinde gerilemeye yol açmıştır (Grafik 2.4.1).

**Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)**



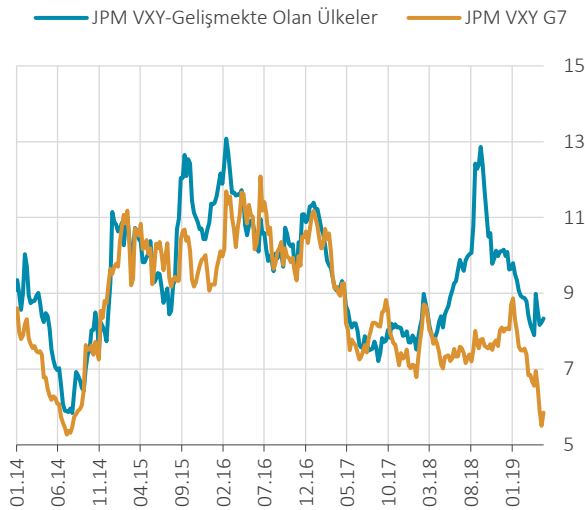
Kaynak: Bloomberg.



Bu dönemde, ticarete korumacılık önlemleri ve Brexit sürecine yönelik belirsizlikler sürerken; başta Çin ve Euro Bölgesi olmak üzere küresel büyümenin hız kaybedeceğine yönelik endişelerde de artış gözlenmiştir. Bu risklere karşın 2019 yılının ilk çeyreğinde, gelişmiş ülke para politikalarındaki gevşeme, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarında 2018 yılının son çeyreğindeki kayıpların geri alınmasını desteklemiştir (Grafik 2.4.2). Bu bağlamda, risk algısında 2019 yılı başından itibaren oluşan olumlu hava, kur oynaklıklarındaki düşüşün devam etmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3).

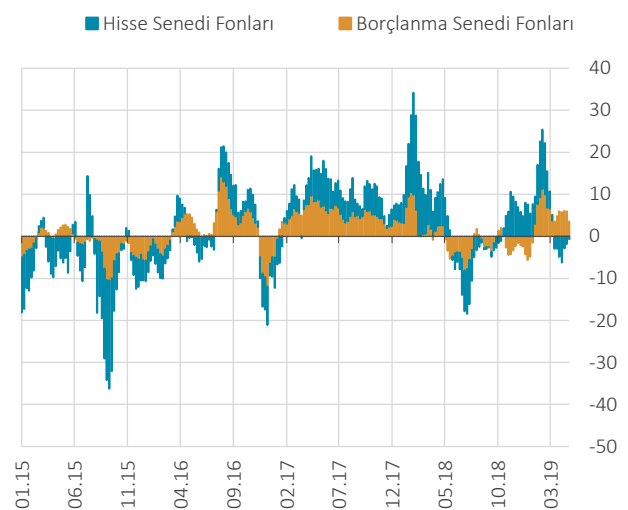
2018 yılının son çeyreğinde oldukça zayıf olmakla beraber gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları bir miktar istikrar kazanmıştır. 2019 yılı başından itibaren gelişmiş ülke para politikası normalleşme patikasının bir önceki döneme göre daha az sıkı olacağına dair belirlenmesi ve risk iştahındaki kısmi toparlanmaya bağlı olarak, gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarında toparlanma başlamıştır. Ancak, Nisan ayı sonu itibarıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelik fiyatlamalara bakıldığında iyimser görünümün çok da belirgin olmadığı ve hisse senedi piyasalarından çıkışların yaşandığı izlenmektedir (Grafik 2.4.4). Küresel ekonomi politikalarında gözlenen belirsizliğin oldukça yüksek seyretmesi ve gelişmekte olan ülkelere özgü koşullara bağlı risk unsurlarının önemini korumasının söz konusu zayıflamaya neden olduğu değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)**



Kaynak: Bloomberg.

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



Kaynak: EPFR.

2019 yılının ilk çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere tüm bölgeler bazında portföy girişlerinin olduğu görülmektedir (Tablo 2.4.1). Gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi piyasalarına tüm bölgelerde girişler gözlenirken, Mart ayında Asya, Avrupa ve Latin Amerika bölgesi hisse senedi piyasalarından çıkışlar yaşanmıştır. 2018 yılının son çeyreğinden itibaren Çin hisse senedi piyasalarına yönelik portföy akımlarında gözlenen güçlenme Mart ayında yerini yüksek miktarda çıkışlara bırakmıştır. Aynı dönemde Rusya hisse senedi piyasasında da benzer bir hareket yaşanmıştır.

2018 yılı sonundan itibaren gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin daha yavaş olacağına dair görünümün netleşmesi ve risk iştahında gözlenen kısmi iyileşme, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının daha olumlu bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Buna karşın, küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin tarihi yüksek seviyelerde bulunmasına ek olarak, süregelen jeopolitik sorunlar ve gelişmekte olan ülkelere özgü koşullardaki kırılmalıkların, söz konusu öngörüye tersine çevirebileceği not edilmelidir.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ünelere 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
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7
	Ç4	4,5	-14,0	18,5	14,1	-4,5	-3,1	-2,0
2019	Ç1	29,8	20,2	9,6	9,7	4,2	10,3	5,5

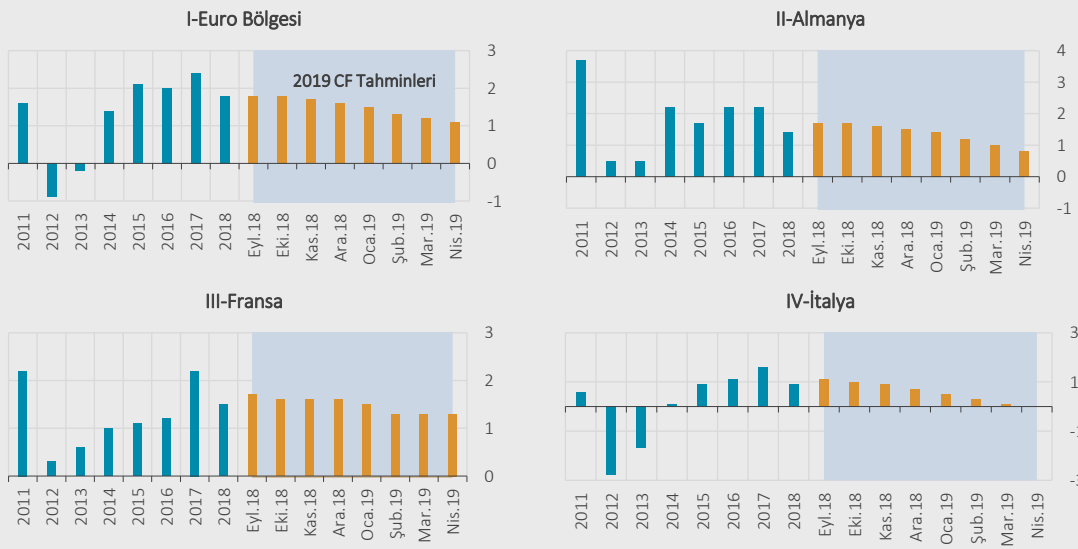
Kaynak: EPFR.

## Kutu 2.1

### Euro Bölgesi Ekonomik Görünümü

Euro Bölgesi'nde 2017 yılında yaşanan olumlu büyüme performansı, 2018 yılı ilk çeyreğinde de sürmüştür. Buna karşılık, ikinci çeyrekte büyüme hızında gözlenen yavaşlama, yılın ikinci yarısında oldukça belirginleşmiştir. ABD ile Çin arasındaki ticaret geriliminin küresel ekonomi politikalarına yönelik belirsizliği artırmasının yanında, Çin'de büyümenin yavaşlaması, Euro Bölgesi'nde 2018 yılında arka arkaya gerçekleşen seçimler ve Brexit süreci gibi politik belirsizliklerden ötürü tüketici ve iş dünyası güvenindeki düşüş de yavaşlama süreci üzerinde belirleyici olmuştur (Grafik 1).

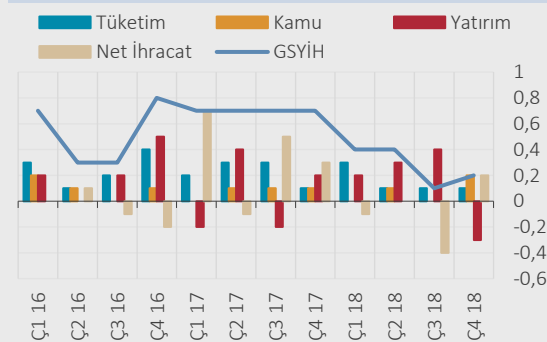
**Grafik 1: Euro Bölgesi Büyüme Oranları ve 2019 Yıl Sonu için Consensus Forecasts (CF) Tahminlerindeki Güncelleme (%)**



Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts.

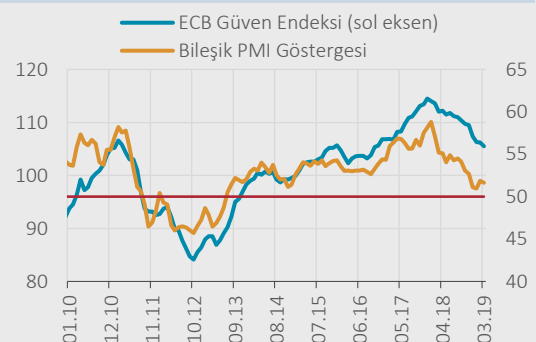
Ekonomik aktivitede gözlenen yavaşlamada dış talebin hız kesmesinin etkisiyle imalat sanayiindeki zayıflamanın belirgin olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 2). Bununla birlikte, söz konusu durumun Euro Bölgesi'ndeki ülkeler arasında dengeli olmadığı gözlenmiştir. İtalya'da büyük ölçüde maliye politikaları kaynaklı yurt içi gelişmelere bağlı, Euro Bölgesi içinde en güçlü ekonomiye sahip Almanya'da ise daha ziyade zayıflayan ihracat kaynaklı bir yavaşlama izlenmiştir. Diğer taraftan Fransa'da süregelen politik gerilimin, ekonomik aktiviteyi olumsuz yönde etkilediği düşünülmektedir.

**Grafik 2: Euro Bölgesi Büyümesine Katkıları (GSYİH %, Katkıları % Puan)**



Kaynak: EUROSTAT.

**Grafik 3: Ekonomik Aktiviteye İlişkin Öncü Göstergeler**

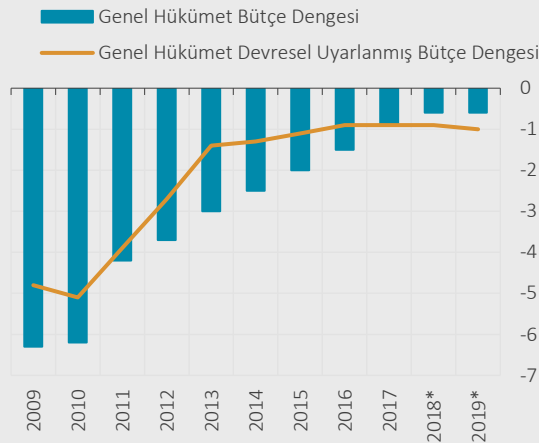


Kaynak: ECB, Markit.

Euro Bölgesi'ndeki ekonomik yavaşlamaya neden olan olgularda bir düzelme olmadığı ve bu nedenle büyümedeki yavaşlamanın 2019 yılında da devam edeceği beklenmektedir. Geçtiğimiz yıl, ABD kaynaklı olarak dünya ticaretinde meydana gelen belirsizliklerin, bu yıl da gündemde ön sırada yer alacağı beklenmektedir. Özellikle ABD tarafından Euro Bölgesi'nden yapılan otomobil ihracatına yönelik gümrük vergisi uygulanabileceğine yönelik belirsizlikler ve Almanya'da yeni emisyon standartlarının uygulanmasına ilişkin gecikmeler, dünya ekonomisinde en önemli otomobil üreticisi ve ihracatçısı olan Euro Bölgesi'nde ekonomik aktiviteyi olumsuz yönde etkileyebilecektir. Nitekim Dünya Ticaret Örgütü, 2019 yılı küresel ticaret hacminin büyümesine ilişkin tahminlerini belirgin bir şekilde aşağı yönlü güncellemiştir.<sup>1</sup> Benzer şekilde, bölgedeki politik belirsizlikler de sürmektedir. Mayıs ayında yapılacak olan Avrupa Parlamentosu seçimleri ile Brexit süreci, 2019 yılının en önemli politik belirsizlik kaynakları olarak değerlendirilmektedir.

Bununla birlikte, başta işsizlik oranındaki süregelen azalma olmak üzere işgücü piyasasındaki olumlu gelişmeler ile bütçe dengesinde yaşanan iyileşme (Grafik 4), Euro Bölgesi büyümesini olumlu etkileyebilecek faktörler olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, Euro Bölgesi, özel sektör borçluluğu olarak, dünyanın diğer önemli ekonomilerine göre daha olumlu bir görünüm sergilemektedir (Grafik 5). Bu olumlu gelişmelere rağmen, küresel ticaret ve iç politika kaynaklı belirsizliklerin 2019 yılında Euro Bölgesi büyümesi üzerinde daha belirleyici olacağı beklenmektedir. Öncü göstergeler, ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın yılın ilk üç ayında belirginleşerek devam ettiğini göstermektedir (Grafik 3). Nitekim, Consensus Forecasts 2019 yılı büyüme tahminlerinin gerek Euro Bölgesi geneli gerekse bölge içindeki ülkeler için Eylül ayından bu yana her güncelleme döneminde aşağı yönlü olması bu beklentiyi desteklemektedir (Grafik 1).

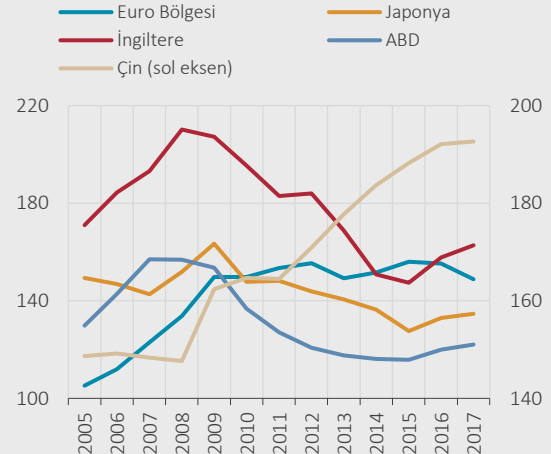
**Grafik 4: Euro Bölgesi Bütçe Dengesi (%)**



Kaynak: EUROSTAT.

\* Tahmin.

**Grafik 5: Özel Sektör Borcunun GSYİH'ye Oranı**



Kaynak: BIS.

Özetle, küresel ticaret ve iç politikaya ilişkin belirsizliklerin sürmesi nedeniyle Euro Bölgesi'nde yaşanan ekonomik yavaşlamanın 2019 yılında da devam edeceği ve büyüme oranının düşeceği tahmin edilmektedir.

<sup>1</sup>Dünya Ticaret Örgütü, daha önce yüzde 3 olarak açıkladığı 2019 yılı küresel ticaret hacmi büyüme tahmini, Nisan ayı başında yüzde 2,6 olarak güncellemiştir. [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres19\\_e/pr837\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres19_e/pr837_e.htm).