

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2016 yılının ikinci yarısından itibaren izlenen toparlanma eğiliminin, 2017 yılının ilk çeyreğinde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak belirginleştiği gözlenmiştir. Tüketici ve reel kesim güven endekslerindeki iyimser görünümün yanı sıra, küresel finansman koşullarının elverişli olmaya devam etmesi ve emtia fiyatlarının istikrara kavuşmasının da katkısıyla, küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu seyrin önümüzdeki dönemde iyileşerek süreceği beklenmektedir. Anket bazlı veriler, son dönemde küresel büyümeye ilişkin orta vadeli tahminlerin yukarı yönlü güncellendiğini göstermektedir.

Olumlu küresel büyüme görünümüne karşın enflasyon oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi nedeniyle gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin ılımlı olacağı beklentileri korunmaktadır. Nitekim Fed'in normalleşme adımlarını 2016 yılı sonunda ortaya koyduğu çerçeve ve hızda devam ettirmesinin etkisiyle gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faizleri 2017 yılının ikinci çeyreğinde yatay bir platoda istikrar kazanmıştır. Söz konusu dönemde, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün belirginleşmesine bağlı olarak, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı ve düşük oynaklık gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını hızlandırmıştır.

Küresel ekonomideki mevcut olumlu görünüme rağmen, önümüzdeki döneme ilişkin riskler aşağı yönlüdür. Bu kapsamda, gelişmiş ülkelerin para politikası uygulamalarına dair gelişmeler son dönemde öne çıkmaktadır. Halihazırda Fed tarafından uygulanan ve diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından açıklanmaya başlanan normalleşme süreçlerinin miktarı ve hızının öngörülerin ötesinde olması durumunda, finansal piyasalarda gözlenen yüksek risk iştahı-düşük oynaklık döngüsünün tersine dönmesi mümkündür. Söz konusu durumun, varlık fiyatlarında ve gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında dalgalanma yaratması olasılığı bulunmaktadır.

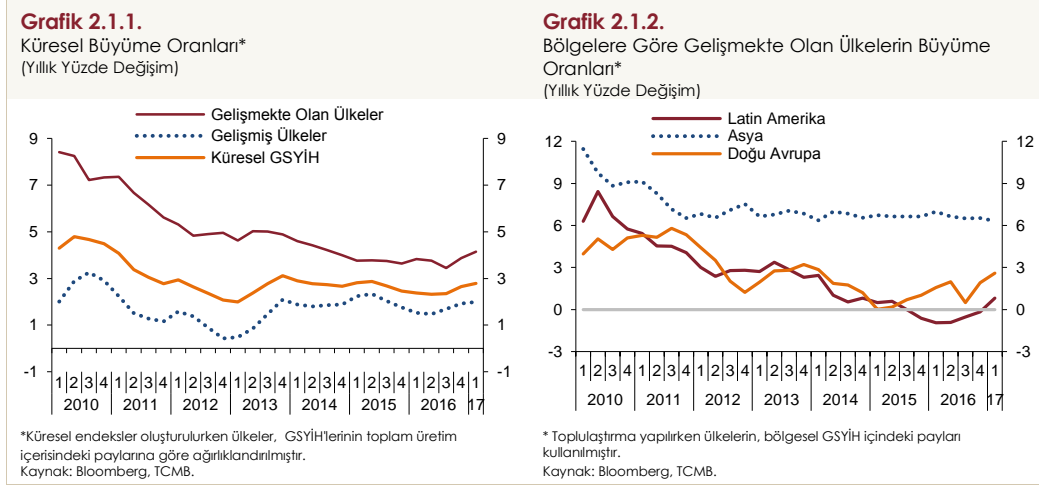
Küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine ilişkin net bir yol haritasının henüz ortaya konmamış olması ve başta ABD olmak üzere birçok ülkede dış ticaret politikalarında korumacılığın artırılmasına ilişkin önlemlerin gündeme gelmesi küresel ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin yüksek seyretmesine yol açan önemli etkenlerdir.

Ülkelere özgü süregelen kırılganlıkların da bölgesel ve küresel ölçekte yansımaları olabilecektir. Euro bölgesi ülkelerinde bankacılık sektörüne ilişkin kaygıların yeniden canlanması ve Çin başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında özel sektör borçluluğunun yüksek seviyelere ulaşmış olması finansal piyasalara yönelik risklerin etkisini büyütebilecek unsurlar olarak not edilmelidir. Bu bağlamda, küresel büyümede yakalanan olumlu eğilimin devamını sağlamak ve kırılganlıkları azaltmak için makroekonomi politikalarının etkin ve eşgüdümlü olarak kullanılmasının yanı sıra, yapısal reformlar ve uygun ticaret politikaları ile desteklenmesinin gerektiğine dikkat çekilmektedir.

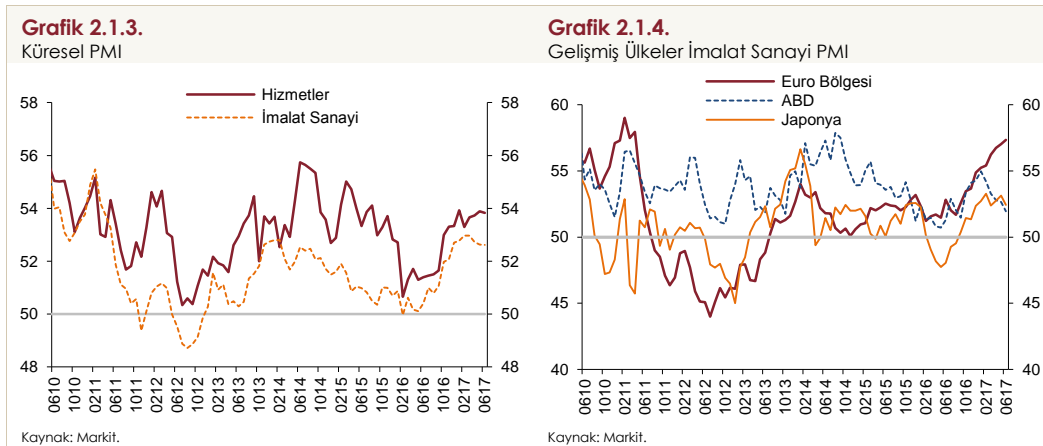
2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette 2016 yılı ikinci yarısından bu yana gözlenen olumlu büyüme görünümü, hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak 2017 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı, bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). 2017 yılı ilk çeyreğinde, yıllık büyüme oranı, bir önceki çeyreğe kıyasla ABD, Euro bölgesi ve Kanada'da yükselirken, İngiltere'de önceki çeyreğe çok benzer bir görünüm sergilemiş; Japonya'da

ise ekonomik büyüme belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, büyüme oranlarının Latin Amerika'da yeniden pozitif döndüğü; Doğu Avrupa ülkelerinde olumlu büyüme performansının artarak devam ettiği; Asya bölgesinde ise, önceki çeyreğe göre oldukça sınırlı bir gerileme olduğu gözlenmiştir (Grafik 2.1.2).

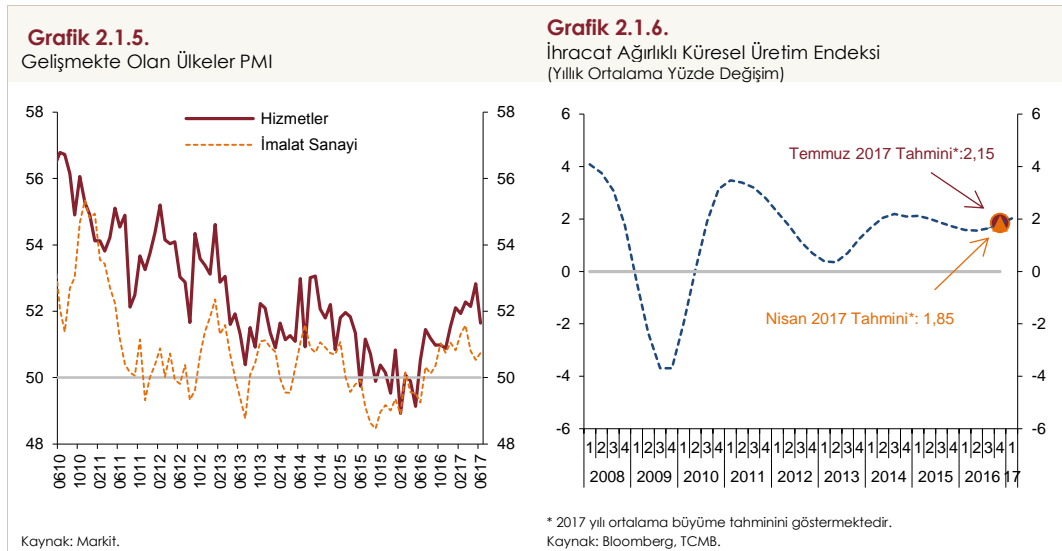


Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, bir önceki çeyreğe göre hizmetler sektörü için daha olumlu, imalat sanayi için daha olumsuz bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Ancak, Euro bölgesi imalat sanayi PMI göstergesi bu dönemde belirgin bir şekilde yükselmeye devam etmiştir. Dolayısıyla, Euro bölgesindeki olumlu büyüme performansının yılın ikinci çeyreğinde de devam edeceği ve büyüme hızının ilk çeyrekteki değerinin üzerine çıkabileceği tahmin edilmektedir. ABD'de imalat sanayi PMI göstergesi yılın ikinci çeyreğinde, ilk çeyreğe kıyasla belirgin şekilde olumsuz bir görünüme işaret etmektedir. Buna karşın, gerek sanayi üretimi yıllık büyüme hızının Nisan ve Mayıs aylarında yükselmesi, gerekse işsizlik oranının Haziran ayı itibarıyla yüzde 4,4 seviyesine gerilemesi, ABD ekonomisinin ikinci çeyrekte daha olumlu bir büyüme oranı yakalayacağına işaret etmektedir. Japonya ekonomisine ilişkin imalat sanayi PMI göstergesi ise yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyrek değerine çok yakın bir seyir izlemiştir. Bu nedenle anılan dönemde, Japonya ekonomisinin ilk çeyreğe yakın bir oranda büyüyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.1.4).



Gelişmekte olan ülkelerin hizmetler PMI göstergesinde yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe kıyasla belirgin bir farklılaşma olmazken, imalat sanayi PMI göstergesi, Çin ve Rusya imalat sanayi PMI verilerindeki düşüşe bağlı olarak gerilemiştir (Grafik 2.1.5). Çin ekonomisinin, gerek PMI göstergesindeki bozulma gerekse sabit sermaye yatırımlarının yıllık büyüme hızlarındaki yavaşlama nedeniyle, dış ticaret hacminde yaşanan olumlu performansın sınırlayıcı etkisine karşın, ikinci çeyrekte de daha düşük bir büyüme performansı göstereceği ve büyüme hızının ilk çeyrek değerinin altına inebileceği değerlendirilmektedir. Anılan dönemde Latin Amerika ülkelerinin imalat sanayi PMI göstergelerinde gözlenen yükseliş, söz konusu ülkelerdeki iktisadi toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir.

Özette, küresel iktisadi faaliyette süregelen olumlu seyrin, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak yılın ikinci çeyreğinde de devam etmesi ve küresel büyüme oranının önceki çeyrek değerinin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Temmuz ayı Consensus Forecasts Bültenleri de küresel ekonominin, önemli ölçüde gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, yılın ikinci çeyreğinde de büyümeye devam edeceği ve büyüme hızının ilk çeyrek değerinin üzerine çıkabileceği beklentisini destekler niteliktedir.



Temmuz ayı Consensus Forecasts Bültenlerine göre, gelişmiş ülkeler grubunda 2017 yıl sonuna ilişkin büyüme tahminleri, Japonya ve Euro bölgesi için yukarı yönlü, İngiltere için aşağı yönlü güncellenirken, ABD ekonomisi için ise aynı kalmıştır (Tablo 2.1.1). Gelişmekte olan ülkeler grubunda ise 2017 yıl sonu büyüme tahminlerinin, Asya Pasifik ve Doğu Avrupa bölgeleri için geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir. Bu çerçevede, Temmuz ayı büyüme tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksine göre hesaplanan yıllık küresel büyüme hızı, Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre yükselmiştir (Grafik 2.1.6). Bu durum, Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin dış talep görünümünün, 2016 yılına göre daha olumlu seyrettiğine işaret etmektedir (Kutu 2.1).

Tablo 2.1.1.
2017 ve 2018 Yıl Sonu Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

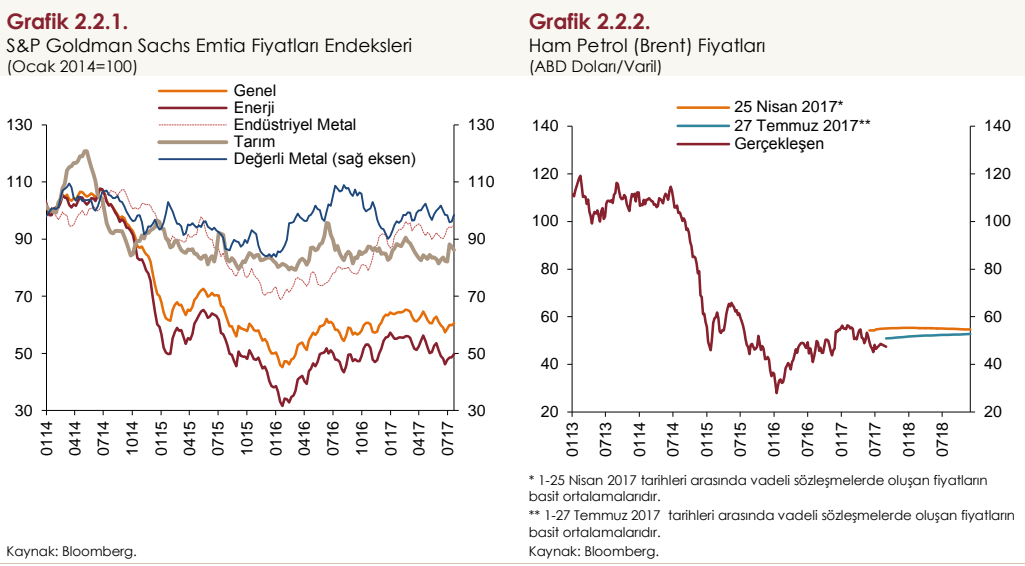
	Nisan		Temmuz	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	2,9	3,0	3,0	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,2	2,4	2,2	2,3
Euro Bölgesi	1,7	1,5	1,9	1,7
Almanya	1,5	1,6	1,7	1,7
Fransa	1,3	1,4	1,5	1,6
İtalya	0,9	0,9	1,2	1,0
İspanya	2,6	2,2	3,0	2,5
Japonya	1,3	1,0	1,4	1,1
İngiltere	1,7	1,3	1,6	1,4
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

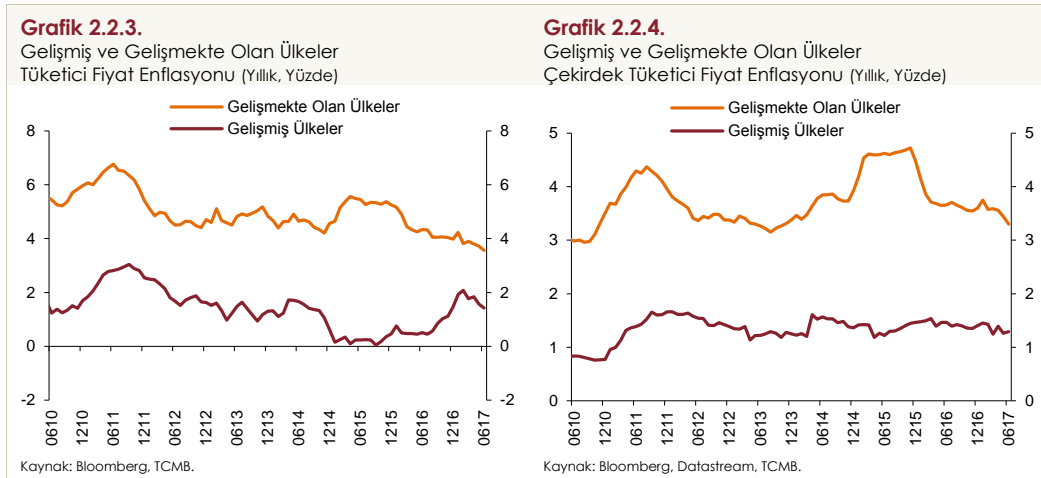
2017 yılının ilk çeyreğinde yükseliş eğiliminde olan emtia genel fiyat endeksi, ham petrol ve petrol ürünleri fiyatlarında gözlenen gerilemeye paralel olarak yılın ikinci çeyreğinde bir önceki döneme göre ortalama yüzde 4 oranında düşmüştür. Bu dönemde enerji fiyatlarında gözlenen yüzde 6 oranındaki düşüşün yanı sıra, tarım ve endüstriyel metal fiyatları da sırasıyla yüzde 4,7 ve yüzde 1,9 oranında azalmıştır. Değerli metal fiyatları ise söz konusu dönemde yüzde 3,6 oranında yükselmiştir (Grafik 2.2.1).

Çin ekonomisinde, hızla yükselen borçluluğu kontrol altına almak amacıyla son dönemde alınan önlemler doğrultusunda, inşaat ve otomobil sektörleri üretim hızında yavaşlama gözlenmiştir. Bu gelişmenin, yılın ikinci çeyreğinde endüstriyel metal fiyatlarındaki gerilemede etkili olduğu düşünülmektedir. Bunun yanında, olumlu hava koşullarının yılın ikinci çeyreğinde de devam etmesi ve küresel tarım üretiminde gözlenen bolluk, tarım fiyatlarındaki azalmada etkili olmuştur. Enerji fiyatlarındaki düşüşte ham petrol fiyatlarında gözlenen gerileme belirleyici olmuştur. OPEC, yıl başında petrol piyasasını daha dengeli bir noktaya getirmek amacıyla aldığı üretimi kısma kararını, beklenen dengelenmenin oluşmaması nedeniyle, Mayıs ayı sonunda yapılan toplantıda 2018 yılının ilk çeyreği sonuna kadar uzatmıştır. Söz konusu dengelenmenin aksaması, kısmen bazı OPEC üyesi ülkelerin karara tam olarak uymamış olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, ABD'deki kaya petrolü üretimi ve stoklarındaki hızlı artışın devam etmesinin, ham petrol piyasasındaki dengelenme sürecini geciktirdiği düşünülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde uluslararası finansal piyasalarda oynaklığın görece olarak düşük seyretmesi ve yıl başından itibaren süren iyimser hava nedeniyle altın fiyatları yatay bir seyir izlemiştir. Bu bağlamda, değerli metal endeksinde yılın ikinci çeyreğinde, ortalama yüzde 2,6 oranında artış gözlenmiştir (Grafik 2.2.1).



OECD ülkelerinin ham petrol stoklarının halen oldukça yüksek seviyelerde olması, ABD üretim ve stok seviyesinin artış yönünde olmaya devam edeceği beklentisi ve OPEC'in ham petrol piyasasında henüz bir dengelenme oluşmadığı görüşü doğrultusunda üretimi kısma kararını uzatmış olması, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalacağına işaret etmektedir. Aralık 2018 vadeli Brent tipi ham petrol sözleşmelerine bakıldığında ham petrol fiyatlarının 50-55 ABD doları bandında olacağı öngörülmektedir (Grafik 2.2.2).

Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne, yukarıda bahsedilen gelişmeler çerçevesinde, enflasyon oranları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 2.2.3). Söz konusu dönemde, çekirdek enflasyon oranları, gelişmiş ülkelerde yatay seyredirken; gelişmekte olan ülke grubunda sınırlı bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, bir önceki Rapor dönemine göre, İngiltere hariç gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler grubunda aşağı yönlü güncellemeler gözlemlenmiştir. 2018 yıl sonuna ilişkin tahminler de bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre ılımlı bir şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1).



Petrol fiyatlarının, 2016 yılı Ocak ayında gördüğü düşük seviyelere bağlı olarak meydana gelen baz etkisinden dolayı gelişmiş ülkelerde 2017 yılı Şubat ayına kadar olan sürede enflasyonda artış gözlenmiştir. Petrol fiyatlarının istikrar kazanması sonrasında gelişmiş ülke tüketici enflasyonu sınırlı bir miktar gerilemiştir. Buna ek olarak, ABD'de sıkılaştıran emek piyasası koşullarına rağmen düşük verimlilik artışının bir yansıması olarak, nominal ücret artışları sınırlı kalmıştır. ABD'de işgücü piyasasındaki gelişmelerin enflasyonist baskı oluşturmaması yanında, anketlerden ve piyasalardan elde edilen enflasyon beklentilerinin yüzde 2'lik enflasyon hedefinden fazla sapmamış olması, ABD'de ılımlı bir enflasyon görünümüne işaret etmektedir. Euro bölgesinde enflasyon oranının istikrar kazanması ve orta vadede oldukça ılımlı bir şekilde artarak yüzde 2'ye yakınsaması; Japonya'da ise enflasyonun yüzde 2'lik hedefe yaklaşması beklenmektedir. Öte yandan, Brexit referandumu sonrası İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizlikler ve yakın dönemde İngiltere'deki seçim sonuçları nedeniyle zayıflayan İngiliz sterlini, enflasyonist baskı yaratarak, enflasyonu tahminlerin üstüne taşımıştır. İngiltere'de enflasyonun, uzun bir süre yüzde 2 hedefinin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir. Önümüzdeki dönemde, küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek başlıca unsurlar, Fed'in ve ECB'nin para politikası normalleşme süreçlerinin beklentilerden hızlı gerçekleşmesi durumunda gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıpları ve petrol başta olmak üzere, emtia fiyatlarındaki olası yükselişler olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2.2.1.

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

	Nisan		Temmuz	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	3,1	2,9	3,0	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,5	2,3	2,1	2,1
Euro Bölgesi	1,6	1,4	1,5	1,4
Almanya	1,8	1,7	1,7	1,6
Fransa	1,3	1,4	1,1	1,2
İtalya	1,3	1,3	1,4	1,2
İspanya	2,2	1,5	2,0	1,4
Yunanistan*	1,0	1,0	1,1	1,0
İngiltere	2,6	2,7	2,7	2,7
Japonya	0,7	1,0	0,5	0,8
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	2,2	2,3	1,9	2,2
Çin	2,3	2,3	1,8	2,1
Hindistan**	4,8	5,0	3,8	4,6
Latin Amerika	11,2	9,5	12,4	10,8
Brezilya*	4,2	4,4	3,4	4,2
Doğu Avrupa	5,2	4,7	5,3	4,7
Rusya*	4,2	4,2	4,1	4,2

* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

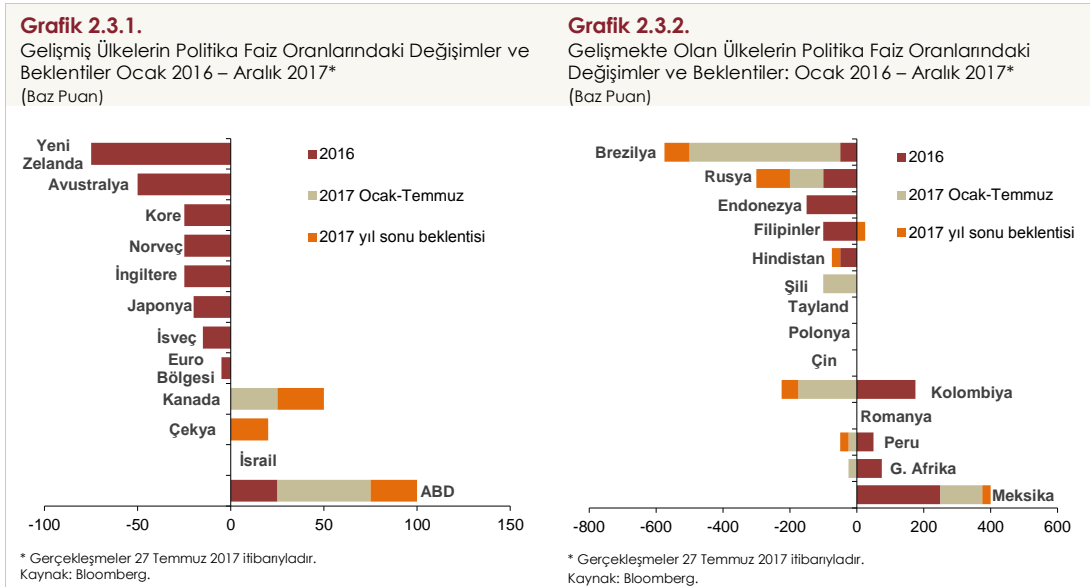
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Fed, yılın ikinci çeyreğinde politika faizini beklentiler dahilinde 25 baz puan daha artırmıştır. Normalleşme süreci, Fed'in geçtiğimiz yıl sonunda ortaya koyduğu çerçeve ve hızda devam etmekte; bu durum finansal piyasalar üzerinde aşırı dalgalanmalara yol açmamaktadır. Ayrıca, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından verilen geleceğe yönelik mesajlar, iyileşen büyüme görünümüne uygun olarak, orta vadede para politikalarında sıkılaştırmaya gidebilecekleri yönünde olmuştur. Bu durum politika faizlerine ilişkin beklentilerde geçtiğimiz Rapor dönemine göre bir artışa neden olmuş; Kanada ve Çekya Merkez Bankalarının bu yıl sonuna kadar faiz artışı yapma olasılıkları güçlenmiştir (Grafik 2.3.1).

2017 ve 2018 yıllarında faiz artırması olası görülmemekle birlikte, gerek güçlenen büyüme görünümü gerekse yapılan açıklamalar sonrası, ECB'nin 2018 yılından itibaren parasal genişleme miktarını düşürmesi ihtimali de piyasa beklentilerine dahil edilmeye başlanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler para politikası duruşlarında geçtiğimiz Rapor dönemine göre belirgin bir değişim olmamış; Brezilya, Rusya ve Kolombiya Merkez Bankaları, iyileşen enflasyon görünümüne bağlı olarak politika faizlerini indirme sürecini Nisan-Temmuz döneminde de devam ettirmiştir. Söz konusu merkez bankalarının, yılın kalan bölümünde de para politikalarını gevşetmeye devam etmeleri beklenmektedir. Sıkılaştırma sürecinde olan Meksika Merkez Bankası, Nisan-Temmuz döneminde politika faizini 50 baz puan daha artırmış ve yıl başından bu yana gerçekleşen toplam artış miktarı 125 baz puana ulaşmıştır. Yılın geri kalanında, söz konusu bankanın, 25 baz puan daha faiz artışı yapması beklenmektedir. Diğer gelişmekte olan ülkelerde, para politikası görünümünün görece daha durağan olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 2.3.2).

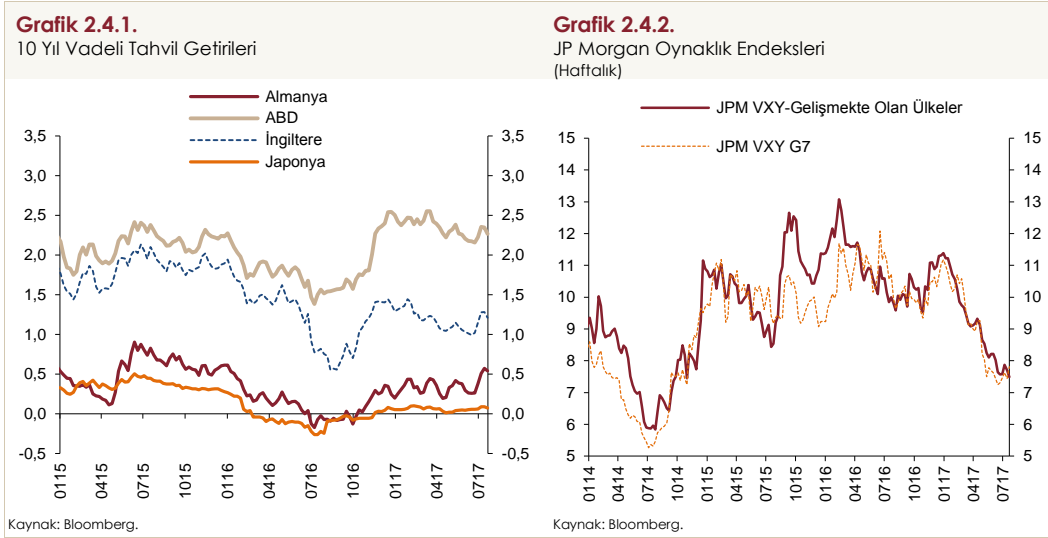


Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan normalleşme süreçleri, yakın gelecekteki en önemli gündem maddelerinden biri olmaya devam edecektir. Küresel büyümedeki toparlanma eğilimi sürdükçe, merkez bankalarının kademeli bir şekilde politikalarını sıkılaştırmaları olası görülmektedir. İktisadi faaliyetteki olumlu gidişat neticesinde ECB'nin politika söylemindeki değişiklikler buna iyi bir örnek teşkil etmektedir. Bankanın normalleşme yönündeki politikalarının Eylül ayından itibaren biraz daha netleşmesi beklenmektedir.

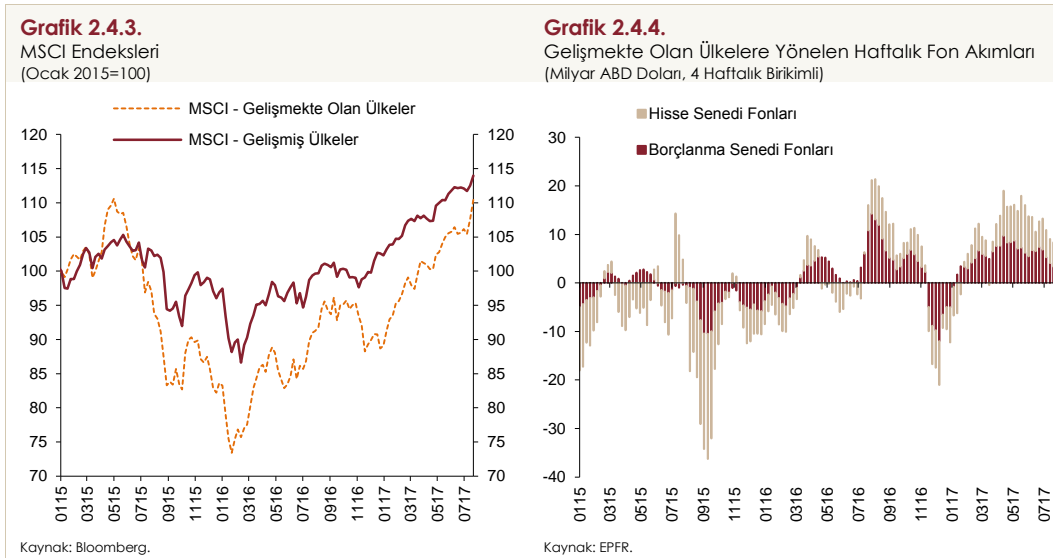
Fed'in bilanço küçültme operasyonunun detayları Haziran toplantısı ile birlikte daha belirgin hale gelmiştir. Buna göre, Fed'in bilanço küçültmeye 2017 yılı ikinci yarısında başlaması olası görülmekte, açıklanan program dahilinde bilançonun yavaş bir biçimde ama giderek artan oranlarda azaltılacağı anlaşılmaktadır. İletişime gösterilen özen ve açıklamaların finansal piyasalardaki risk iştahı üzerinde olumsuz bir etkisinin görülmemesi, gelişmekte olan ülkeler açısından olumludur. Öte yandan operasyonun etkilerinin netleşmesi, ancak süreç başladıktan sonra mümkün olabilecektir.

2.4. Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin iyimser görünümün belirginleşmesi ve Fed'in normalleşme sürecine beklentiler doğrultusunda devam etmesi, küresel finansal koşullardaki olumlu seyrin yılın ikinci çeyreğinde de sürmesini sağlamıştır. Bu bağlamda, uzun vadeli getiriler, yılın ilk yarısında yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.4.1).



Ayrıca, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün belirginleşmesine bağlı olarak artan küresel risk iştahının katkısıyla, finansal piyasa oynaklığı düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 2.4.2). Düşük piyasa oynaklığı ve güçlü yatırımcı risk iştahının gözlemlendiği yılın ikinci çeyreğinde, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsalarına girişler hızlanmıştır (Grafik 2.4.3).



2016 yılının son çeyreğinde, ABD seçimleri ve Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin yoğunlaşmasıyla finansal piyasalarda gözlenen oynaklık artışı, gelişmekte olan ülkelere hızlı portföy çıkışlarına neden olmuştur. Bununla birlikte, 2017 yılı başından itibaren, küresel iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün giderek güçlenmesi ve Fed politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması neticesinde, gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri yeniden gözlenmeye başlamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde, büyüme görünümünün daha da olumluya dönmesi ve düşük oynaklıkların etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları ivme kazanmıştır (Grafik 2.4.4). Portföy akımları bölgesel olarak incelendiğinde, yılın ikinci çeyreğinde tüm bölgelere girişlerde artış olduğu gözlenmektedir. Hisse senedi piyasalarına girişler, başta Çin olmak üzere, Asya ülkelerine yönelmiştir. Çin ekonomisinde keskin bir yavaşlama olacağı beklentisinin gerçekleşmemesi ve son dönemde hükümet tarafından alınan genişlemeci önlemlerin ekonomik görünümü olumluya çevirmesinin, Çin'e yönelen portföy girişlerindeki artışta etkili olduğu değerlendirilmektedir. Borçlanma senedi piyasasına girişler ise büyük ölçüde, enflasyon oranları genelde düşüş sürecinde olan Latin Amerika ülkelerine yönelmiştir (Tablo 2.4.1).

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

Kaynak: EPFR.

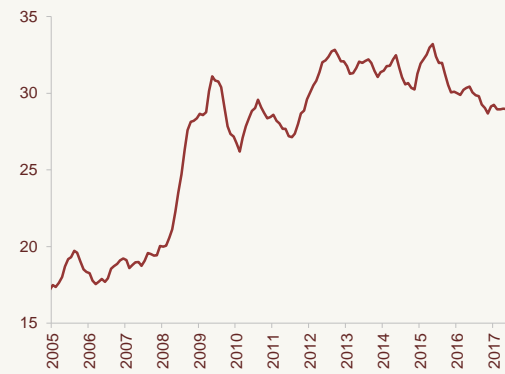
Kutu
2.1

İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi

İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi, Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki büyüme oranlarının her ülkenin ihracat içindeki payına göre ağırlıklandırılması suretiyle oluşturulan bir küresel büyüme endeksidir. Bu halile endeks, ülkemiz mallarının satıldığı ülkelerde ortalama pazar büyümesine dair fikir verdiğinden, bir dış talep göstergesi olarak kullanılmaktadır.¹ Bu kutuda, kapsamı genişletilen yeni ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi hakkında bilgi verilmekte ve ardından mevcut ve yeni göstergeler kullanıldığında ihracat talep fonksiyonunda gelir esnekliği tahmininin nasıl değiştiği incelenmektedir.²

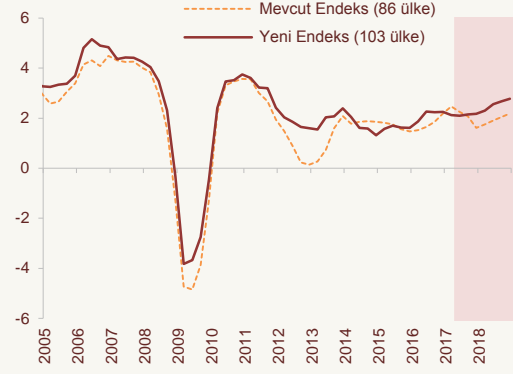
Küresel kriz sonrasında, ABD ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere, gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan durgunluk, Türk ihracatçılarına yeni pazar arayışları ile Orta Doğu ve Afrika (ODA) bölgesindeki ülkelere yönelmiştir. Bu çerçevede, 2008 yılına kadar yüzde 20'nin altında seyreden ODA ülkelerinin (altın hariç) ihracat içindeki payı, hızlı bir artış kaydederek 2009 yılında yüzde 30 seviyelerine yükselmiş ve günümüze kadar bu seviyelerini korumuştur (Grafik 1). Bu durum, mevcut ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde sınırlı oranda temsil edilen ODA bölgesi ülkelerinin temsil oranının yeni ve güvenilir veri kaynaklarıyla artırılması ihtiyacını doğurmuştur.

Grafik 1. ODA Bölgesinin Altın Hariç İhracat İçindeki Payı (Yüzde, 6 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2. Mevcut ve Kapsamı Genişletilmiş Yeni İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksleri (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: Bloomberg, IHS, TCMB.

Bu amaca yönelik olarak, ihracatımızda önemli paya sahip ODA ülkelerinin de bulunduğu toplam 17 yeni ülke hesaplamalara dahil edilerek, dış talep göstergesinin kapsamı genişletilmiştir.³ Böylelikle endekste ülke sayısı 86'dan 103'e, endeksin 2016 ortalamasına göre, altın hariç ihracatımızı kapsama oranı ise yüzde 78,6'dan yüzde 94,4'e yükselmiştir (Tablo 1).

¹ Endeksin ilk versiyonu için bakınız: TCMB Enflasyon Raporu, Sayı 2010-II, Kutu 2.1 "Türkiye için Dış Talep Göstergesi", Nisan 2010.

² Konuya ilişkin daha detaylı bilgi için bakınız: Erduman ve Kaya Ekşi (2017), 'İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksinin Kapsamının Genişletilmesi', devam eden çalışma.

³ Eklenen 17 ülke Arnavutluk, Azerbaycan, Birleşik Arap Emirlikleri, Cezayir, Ermenistan, Filistin, Irak, Kuveyt, Libya, Lübnan, Moldova, Özbekistan, Pakistan, Suriye, Tacikistan, Türkmenistan ve Yemen'dir.

Tablo 1. Mevcut ve Yeni Dış Talep Göstergelerinin Kapsam Karşılaştırması

	Mevcut Dış Talep Göstergesi	Yeni Dış Talep Göstergesi
Ülke sayısı	86	103
Temsil oranı (Yüzde)	78,6	94,4
Veri kaynağı	Bloomberg ve Consensus Forecasts	IHS ve IFS ⁴

Mevcut ve yeni türetilen dış talep göstergeleri karşılaştırıldığında, serilerin birbirine paralel seyrettiği, ancak özellikle 2009-2014 yılları arasında yeni endeksin daha olumlu bir dış talep ortamı ima ettiği göze çarpmaktadır (Grafik 2). Bu ayrışma, endekse yeni eklenen ülkelerdeki büyüme görünümünün söz konusu dönemde görece olarak daha olumlu seyretmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yeni endeks ODA bölgesi ülkelerini de içeren daha geniş bir ülke seti dikkate alınarak hesaplandığından, küresel kriz sonrasında ihracatçılarımızın Avrupa pazarındaki kayıplarının önemli bir kısmını ODA bölgesine yaptıkları ihracat ile telafi edebildiğini yansıtmaktadır. Kapsamı genişletilen endeks için uluslararası kuruluşların büyüme tahminlerine dayanarak yapılan projeksiyonlar, dış talep koşullarının önümüzdeki dönemde daha olumlu seyredeceğini ima etmektedir.

İkinci aşama olarak, farklı dış talep göstergeleri kullanıldığında gelir esnekliği tahmininin nasıl değiştiğini incelemek üzere, Türkiye için ihracat talep fonksiyonu modellenmiştir. İktisat yazınında, geleneksel olarak bir ülkenin ihracat talebi "reel gelir" ve "görelî fiyat"ın bir fonksiyonu olarak ele alınmaktadır. Dış talepte artışın, ihracatı artırıcı yönde etki etmesi, rekabet gücü göstergesi olarak kullanılan reel kurdaki artışın ise ihracatı azaltıcı yönde etki etmesi beklenmektedir. Türkiye'ye dair yapılan çalışmalar, incelenen dönemler farklı olmakla birlikte, ihracat talebinin uzun dönem gelir esnekliğinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Türkiye için ihracat talep fonksiyonu aşağıdaki model ile tahmin edilmektedir:

$$\text{Log}(Qx)_t = \alpha + \beta \text{Log}(Dış\ talep)_t + \gamma \text{Log}(Reel\ kur)_t + \varepsilon_t$$

Bu denklemde bağımlı değişken Qx_t t zamanında mevsimsellikten arındırılmış, altın hariç reel ihracat miktar endeksinin ifade etmektedir. $Dış\ talep_t$ ve $Reel\ kur_t$ sırasıyla t zamanında dış talep ve TÜFE bazlı reel kur endeksleridir. Veriler üç aylık frekansta olup, tüm endekslerde 2010 baz yılı olarak alınmıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki eşbütünleşme analizi ile tahmin edildiğinden, değişkenler düzey olarak modele girmektedir.⁵ Model her iki dış talep göstergesi ile de tahmin edilmiştir. Birim kök testi sonuçları, her iki modelin hata terimlerinin durağan olduğunu göstermektedir. Her iki modele dahil edilen değişkenlerin doğrusal birleşimlerinin durağan olması, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle, ihracat, dış talep ve reel kur değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki mevcuttur.

⁴ Information Handling Services ve IMF International Financial Statistics veritabaları.

⁵ Birim kök testi sonuçlarına göre modeldeki tüm değişkenler birinci dereceden durağandır. Modelin geçerli bir uzun dönem ilişkisi ifade etmesi için ε_t ile gösterilen hata teriminin durağan olması gerekmektedir.

Elde edilen bu bulgular, Türkiye için daha önce yapılan çalışmalar ile tutarlı görünmektedir. Her iki uzun dönem modelde de ihracatın temel belirleyicisi dış taleptir. 86 ülkeyi kapsayan mevcut dış talep göstergesinin kullanıldığı modele göre dış talepteki bir birimlik değişim, altın hariç ihracat miktar endeksini 3,13 birim artırırken; 103 ülkeyi kapsayan yeni dış talep göstergesinin kullanıldığı modele göre ise, dış talepteki bir birimlik değişim altın hariç ihracat miktar endeksini 2,52 birim artırmaktadır. Dış talep göstergesinin kapsamı genişletildiğinde, modeldeki katsayının azalması beklenen bir sonuçtur. Bunun nedeni, daha önce belirtildiği üzere, yeni türetilen dış talep göstergesi ile hesaplamaaya dahil edilen ülkelerdeki büyüme oranlarının daha yüksek olmasıdır.

Sonuç olarak, ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinin kapsamının ODA ülkelerini de içerecek şekilde genişletilmesinin dış talep koşullarının daha iyi değerlendirilmesi açısından endeksin bilgi değerini artırdığı düşünülmektedir. Yeni endekse ilişkin projeksiyonlar, dış talep koşullarının önümüzdeki dönemde daha olumlu seyredeceğini ima etmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'nin ihracatında 2016 yılı son çeyreğinden bu yana görülen canlanmanın önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.