

Brexit Gerçekleşti, Peki Ya Şimdi...

İngiltere’de 23 Haziran tarihinde Avrupa Birliği (AB) üyeliğine ilişkin yapılan Brexit referandumundan AB’den ayrılma kararı çıktı. Oylamanın sonucuna göre halkın %52’si birlikten ayrılma yönünde oy kullanırken, AB’de kalma yanlılarının oy oranı %48’de kaldı. Piyasaların, referandumdan kalma kararı çıkacağını daha fazla fiyatlamış olması nedeniyle sonuçların açıklanmasının ardından tarihi bir gün yaşandı ve piyasalarda sert dalgalanmalar görüldü. Borsa endeksleri düşüş gösterirken, sterlin dolar karşısında son 30 yılın en düşük seviyelerine kadar geriledi. Peki referandumdan neden AB’den ayrılma sonucu çıktı? Bundan sonraki aşamada neler yaşanacak? Brexit’in İngiltere, dünya ve Türkiye ekonomisi üzerinde olası etkileri neler olabilir? Bu haftaki raporumuzda bu soruları tartışacağız.

İngiltere’de Avrupa Birliği üyeliğine dair referandum yapılması konusu Başbakan David Cameron’ın 23 Haziran 2016’yı referandum tarihi olarak vermesiyle gündeme gelmişti. Daha sonrasında ise piyasaların bu konuya olan ilgisi azalmıştı. Son haftalara kadar anketlerde AB’de kalma yanlılarının önde gitmesinin ardından AB’den çıkma yanlılarının öne geçmesi ve Fed’in Haziran ayı toplantısında faiz artırımına gitmemesine Brexit referandumunu neden olarak göstermesi konuyu tekrar gündeme getirmişti. Fakat İngiltere’de AB yanlısı bir milletvekilinin öldürülmesiyle birlikte anket sonuçlarının AB’de kalma yanlılarının öne geçtiğini göstermesi, piyasalarda “nasıl olsa sonuç kalma yönünde çıkacak” algısı yaratmıştı. Referandum öncesinde piyasalarda oluşan iyimserlik referandumdan AB’den çıkış yönünde karar çıkması ile birlikte yerini şok etkisine bıraktı. Piyasalar sert bir biçimde dalgalandı, borsa endeksleri düşüş gösterirken sterlin dolar karşısında son 30 yılın en düşük seviyelerine kadar geriledi. Sterlinin dolar karşısında bir haftada %10’un üzerinde değer kaybetmesi, ülke GSYH büyüklüğünün de dolar bazında küçülmesine neden oldu. Kimilerine göre 2008 krizinden beri piyasaların yaşadığı en kötü olay olan Brexit, piyasalarda AB’nin dağılacağı beklentilerinin yanı sıra küresel risk ve resesyon algısının artış göstermesine neden oldu.

Referandumdan neden AB’den ayrılma sonucu çıkmış olabilir?

Her ne kadar referandumdan ayrılma kararının çıkması piyasalarda şok etkisi yaratmış olsa da tarihsel sürece baktığımızda sonuç çok da şaşırtıcı görünmüyor. İlk olarak, İngiltere’nin AB ile ilişkilerine tarihsel olarak bakıldığında AB ile entegrasyon konusunda kendini diğer Avrupa ülkelerinden daha farklı şekilde konumlandırmış olması referandumdan çıkan kararda etkili olmuş olabilir.

Temel amacı II. Dünya Savaşı’ndan sonra kalıcı barış ortamının sağlanması olan AB’nin kuruluşuna yönelik ilk adımlar 1951 yılında Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu’nun Almanya, Fransa, İtalya, Belçika, Hollanda ve Lüksemburg öncülüğünde kurulmasıyla atıldı. Daha sonra 1957 yılında 6 kurucu üye ülke işgücü ile mal ve hizmetlerin serbest dolaşımına dayanan bir ekonomik topluluk kurmaya karar vermiş, kömür ve çeliğin yanı sıra diğer sektörlerde de ekonomik birliği sağlamak amacıyla Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)’nu kurdular. Malların, işgücünün, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaştığı bir ortak pazarın kurulması ve en nihayetinde siyasi bütünlüğe gidilmesini amaçlayan AET, 1965 yılında nükleer enerji çalışmaları yürütmek için kurulan Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu ile birleşerek Avrupa Toplulukları (AT) adıyla tek bir çatı altında toplandı. 1973 yılında ise birliğin kuruluş sürecinde yer almamış olan İngiltere AT’ye üye oldu. 1985 yılında ise Schengen bölgesinin kurulmasıyla üye ülkeler arasında sınırlar kalktı. Daha sonra Berlin Duvarı’nın yıkılmasının ardından Almanya’nın birleşmesi ve Sovyetler Birliği’nin yıkılmasıyla birlikte Avrupa’nın siyasi yapısının bütünüyle değişmesi sonucunda AT üyeleri, 1992 yılında Maastricht Anlaşması’nı imzalayarak AB adını aldı. Maastricht Anlaşması ile ortak para birimi olan euroya geçilmesine, ortak dış ve güvenlik ile adalet ve içişlerinde işbirliği politikalarının oluşturulmasına karar verildi. AB 2002 yılında ortak para birimi euroya geçti. 2008 yılında Lizbon Anlaşması’nın imzalanmasıyla AB’nin entegrasyonu daha da derinleşti, AB’nin karar alma mekanizmalarında yeni düzenlemeler yapıldı. En son 2013 yılında Hırvatistan’ın üye olmasıyla AB’ye üye ülke sayısı 28’e ulaştı.

Yukarıda da belirtildiği üzere İngiltere, AB'nin kurucu ülkelerinden biri olmadı. Ayrıca, İngiltere'nin AB'ye üyeliğinden günümüze kadar geçen sürece bakıldığında, ülkede AB üyeliğini destekleyen bir kesimin yanı sıra AB üyeliğine karşı olan ve AB'ye şüphe ile yaklaşan bir kesimin de var olduğu görülüyor. İngiltere'de 1975 yılında da AB üyeliği ile ilgili referandum yapıldı ancak bu referandumda halkın %67'si AB'de kalma yönünde oy kullanmıştı. 1975 referandumundan AB'de kalma kararı çıkmasına rağmen, Fransa ve Almanya gibi ülkelerin aksine İngiltere, AB entegrasyon süreçlerine tam olarak katılmadı. İngiltere AB üyesi olarak ortak pazarda yer almasına karşın Euro ve Schengen bölgelerinin dışında kalmayı tercih etti. Sonuç olarak tarihsel olarak bakıldığında İngiltere'nin AB ile entegrasyon konusunda kendini diğer Avrupa ülkelerinden daha farklı şekilde konumlandığı görülüyor.

İngiltere'nin AB ile entegrasyon konusunda kendini farklı konumlandırmasının yanı sıra özellikle göçmen sorununun referandumdan AB'den ayrılma sonucunun çıkmasında belirleyici olduğu söylenebilir. İngiltere AB üyesi olması nedeniyle "işgücünün ve kişilerin serbest dolaşımı" ilkesini uyguluyor. AB'den çıkışı destekleyenlere göre bu durum, sınırların kontrol edilememesine, ülke içinde ucuz iş gücünün artmasına ve çalışmak amacıyla diğer Avrupa ülkelerinden gelen insan sayısının düşürülememesine neden oluyor. İngiltere'nin her yıl AB üye ülkelerinden aldığı yabancı işçi sayısı 300 bin kişinin üzerinde bulunuyor. Ayrıca Euro Bölgesi'nde yaşanan ekonomik kriz özellikle Polonya, Bulgaristan ve Romanya gibi AB'nin yoksul ülkelerinden Euro Bölgesi'nde olmayan ve dolayısıyla krizden görece daha az etkilenen İngiltere'ye göçlerin artmasına sebep oluyor. Avrupa ülkelerinden gelen göçmenlerin yanı sıra diğer terörizm ve güvenlik korkuları nedeniyle diğer ülkelerden gelen göçmenler ve mülteciler de İngiltere'de göçmen karşıtlığına neden oluyor. Brexit yanlılarının referandum kampanyalarında Türkiye, Sırbistan, Arnavutluk, Bosna-Hersek, Karadağ, Kosova ve Makedonya'nın AB'ye üye olması halinde İngiltere'nin büyük bir göç dalgasıyla karşılaşacağını iddia etmeleri de göçmen korkusunun ve yükselen milliyetçiliğin bir yansıması olarak görülüyor.

Referandum sonuçlarına bakıldığında ise Londra, Manchester, Liverpool, Leeds, Bristol gibi çok kültürlü olan ve işçi nüfusunun ağırlıklı olarak temsil edildiği metropollerde sandıktan ağırlıklı olarak AB'de kalma yönünde oy çıkması buna karşılık eski sanayi kasabalarında halkın ağırlıklı olarak AB'den ayrılma yönünde oy kullandığı görülüyor. Yaş gruplarına göre oy dağılımına bakıldığında ise özellikle 18-24 aralığındaki genç nüfusun çoğunlukla AB'de kalma yönünde, 65 yaş ve üzeri yaşlı nüfusun çoğunlukla AB'den ayrılma yönünde oy kullandığını görüyoruz. Bu sonuçlarda bize göçmen sorununun özellikle yaşlı nüfusun üzerinde büyük korku yarattığını gösteriyor.

Sonuç olarak, birçok siyasetçiden, G20 ülkelerinden ve OECD, IMF ve Fed gibi kurumlardan Brexit'in olası olumsuz ekonomik sonuçlarına ilişkin uyarılar gelmesine rağmen referandumdan AB'den ayrılma yönünde karar çıkması göçmen korkusu ve milliyetçilik duyguların ekonomik endişelere baskın geldiğini gösteriyor.

İngiltere'nin AB'den ayrılma süreci nasıl işleyecek?

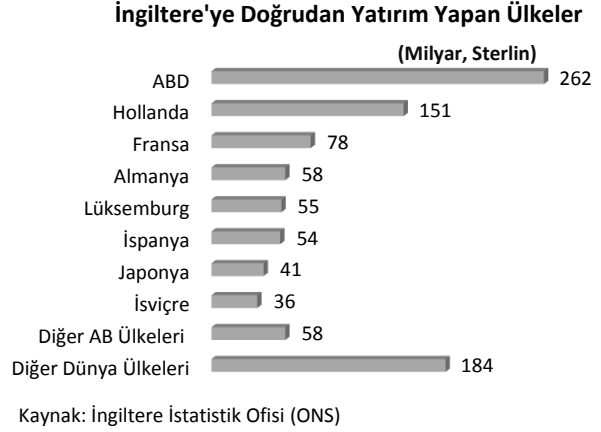
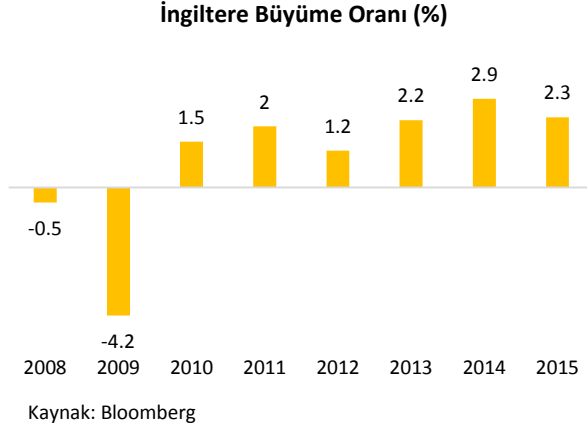
Bundan sonraki aşamada İngiltere'nin AB'den ayrılma süreci başlayacak. Daha önce böyle bir olay yaşanmadığı için sürecin nasıl işleyeceği net olarak bilinmiyor. İngiltere'nin AB'den tamamen ayrılmasının iki yıl sürebileceği düşünülüyor. Öncelikle AB yasaları gereğince İngiltere'nin AB'den ayrılma hükümlerini içeren Lizbon Anlaşması'nın 50. maddesinin uygulamaya konması için AB'ye çağrı yapması gerekiyor. Bu süreçte, İngiltere üye ülkeler ile doğrudan müzakere yapmayacak. Üye ülkeler kendi aralarında toplanarak bir çerçeve oluşturacak ve İngiltere müzakereleri AB Komisyonu ile yürütecek. Ayrılma süreci devam ederken İngiltere AB anlaşmalarına ve yasalarına uymaya devam etmekle yükümlü olacak, ancak AB'nin karar alma mekanizmalarında bulunamayacak. Üye ülkelerin tamamı anlaşılır ise ayrılma müzakereleri için süre uzatılabilir. Ayrıca İngiltere'nin 1972 yılında imzalanan AB ortaklık anlaşmasını iptal ederek AB'den tek taraflı olarak çekildiğini duyurması da mümkün fakat bu durum AB üyesi ülkelerin tepkisini çekebileceği için uygulanması söz konusu olmayabilir.

İngiltere'nin AB'den çıkış süreci tamamlandığında ise İngiltere-AB ilişkilerinde alternatif modeller uygulamaya konabilir. Örneğin İngiltere AB'ye üye olmadan da gümrük birliğinde yer alabilir ya da AB'de serbest dolaşım ve serbest ticaret yapabilir. Fakat referandumun ardından Almanya Başbakanı Angela Merkel'in İngiltere'nin AB'den çıkmanın yükümlülüklerini yerine getirmesi gerektiğini ve İtalya Başbakanı Matteo Renzi'nin serbest dolaşım

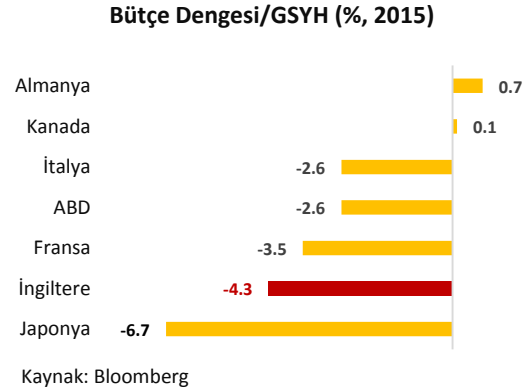
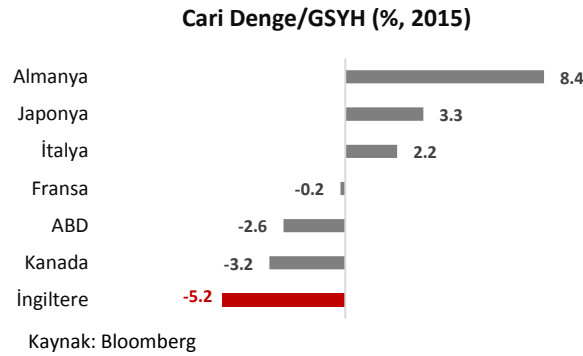
olmadan ortak pazarın olamayacağını ve İngiltere'nin AB'nin sadece iyi yanlarını alamayacağını açıklamaları İngiltere-AB arasındaki müzakere sürecinin zorlu geçebileceğini gösteriyor.

İngiltere Ekonomisi

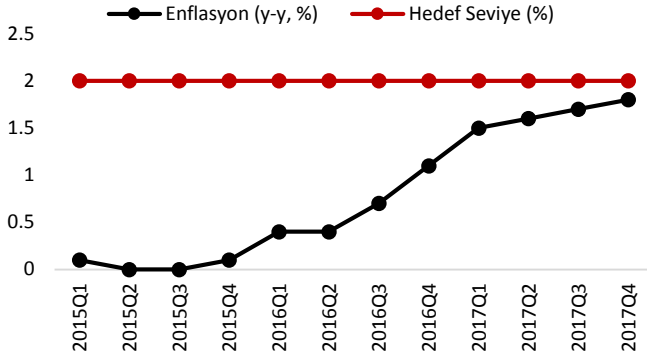
- Makro Ekonomik Göstergeler:



2015 yılında %2.3 büyüme performansı gösteren İngiltere ekonomisinin Brexit kaynaklı artan belirsizlik sonucunda 2016 yılının ikinci yarısında daralma göstermesi beklenirken, 2017 yılında söz konusu daralmanın artarak devam etmesi bekleniliyor. Buna göre 2016 yılının ikinci yarısında büyümenin çeyreklik bazda %0.1, 2017 yılında %0.4 daralacağı tahmin ediliyor. Büyümede beklenen söz konusu daralmada özellikle sabit yatırımlardaki gerilemenin belirleyici olacağı düşünülüyor. Bu bağlamda 2016 yılının son çeyreğinde sabit yatırımların çeyreklik bazda %1.3, 2017 yılında ise %2.6 gerilemesi bekleniyor. Firmalar uzun vadeli belirsizlik ortamı sebebiyle yatırımlarını ertelerken, hanehalkı özellikle işgücündeki düşüşün gelir kaybına yol açması sebebiyle harcama konusunda temkinli hareket edebileceğinden özel tüketim harcamaları büyümeye negatif katkıda bulunabilir. Söz konusu negatif katkının ise 2016 yılından ziyade 2017 yılında daha hissedilebilir boyutta olması bekleniyor.



İngiltere G7 ülkeleri içerisinde ikiz açığın en yüksek olduğu ülke olarak dikkat çekiyor. Brexit'in ardından yatırımların azalmasının ve ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamanın sonucunda cari açığın azalması bekleniyor. Bununla birlikte İngiltere'nin AB'den çıkmasıyla birlikte daha önce bütçesinde önemli bir paya sahip olan AB'ye yaptığı katkı payının önemli ölçüde kendi bünyesinde kalması bütçe dengesinde bir iyileşmeyi de beraberinde getirebilir. Bu bağlamda bir ekonomide eş zamanlı olarak hem cari açık hem de bütçe açığı verilmesi anlamına gelen ikiz açığın Brexit sonrası daralması beklenirse de söz konusu durumun ekonomik aktivitedeki iyileşmeden ziyade ekonomideki daralmadan kaynaklı olması bekleniyor.

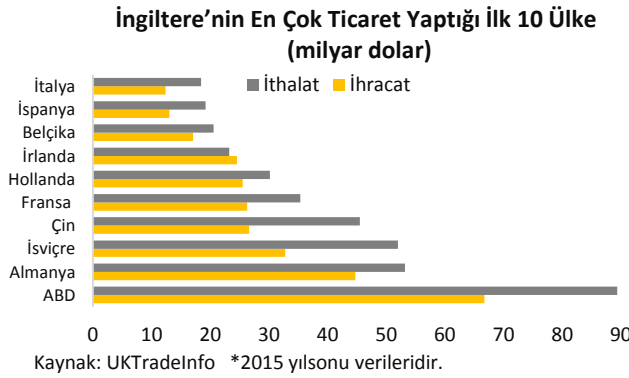


Kaynak: Bloomberg

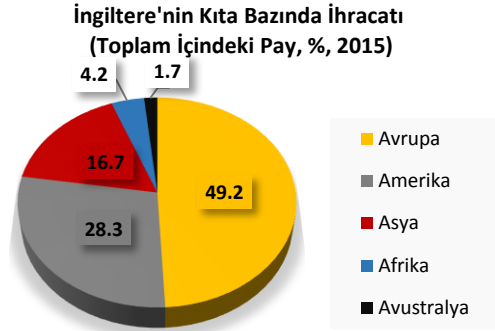
Düşük enflasyonla mücadele eden önemli gelişmiş ekonomilerden biri olan İngiltere’de enflasyonun Brexit sonrası oluşan konjonktürel ortamda yükseliş göstereceği, özellikle de 2017 yılında ivme kazanarak BoE (İngiltere Merkez Bankası) tarafından hedef seviye olarak belirtilen %2 seviyesine yakınsayacağı tahmin ediliyor. Ancak enflasyondaki yükseliş ekonomideki talep artışından ziyade para birimi sterlindeki sert düşüş kaynaklı olacağından, normal şartlarda enflasyondaki yükselişin büyüme üzerinde yaratacağı pozitif katkının görülemeyeceği

düşünüyor. Sterlindeki değersizleşmenin yarattığı yapay enflasyon ekonomik canlanmaya destek sağlayamasa da İngiltere’nin ihracat mallarının rekabet avantajı sağlayabilecek olması net ihracatın büyüme üzerindeki pozitif katkısının artmasını da beraberinde getirebilecektir.

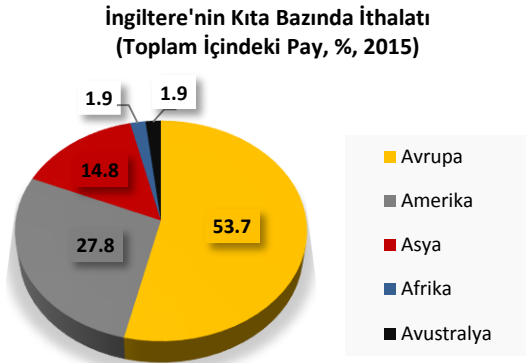
• Ticaret:



Kaynak: UKTradeInfo *2015 yılsonu verileridir.



Kaynak: İngiltere İstatistik Ofisi (ONS)



Kaynak: İngiltere İstatistik Ofisi (ONS)

Brexit’in etkisinin ülkeler arasında karşılıklı olarak hissedileceği en önemli alanların başında ticaret geliyor. 2015 verilerine göre İngiltere’nin kıta bazındaki toplam ihracatında da ithalatında da en önemli payı Avrupa oluşturuyor. Olası ilk etkiler, düzenleme farklılıkları nedeniyle ticaret maliyetlerinin zamanla artacağı, karşılıklı olarak ticaret hacimlerinin ve İngiltere’nin AB tedarik zinciri içerisindeki yerinin zarar göreceği yönünde. Söz konusu zararın, İngiltere dış ticareti için Avrupa’nın oldukça önem arz etmesi nedeniyle İngiltere tarafında daha fazla hissedileceği düşünülüyor. Brexit’in gerçekleşmesi halinde, AB ile serbest ticaret yapmak

zorlaşabilecek ve serbest ticaretin yapılabilmesi için çeşitli anlaşmaların yapılması gerekebilecek. Hali hazırda böyle bir ticari anlaşma söz konusu olmasa da, İngiltere’nin üye ülkelerle var olan ticari ilişkilerini koruma ihtiyacı ortaya çıkabilir. Serbest ticaret anlaşmasının gerçekleşmesi halinde İskoçya, İrlanda gibi ülkelerin Birleşik Krallık’tan ayrılma riski azalabilecekken, Brexit sonrası dolar karşısında 1985 yılından bu yana en düşük seviyeye gerilemiş olan sterlinin hızla toparlanması beklenebilir.

- **Finansal Piyasalar ve Kredi Notu Görünümü:**

	Görünüm	Not
Moody's	Negatif (24.06.2016)	Aa1 (22.02.2013)
S&P	Negatif (27.06.2016)	AAu (27.06.2016)
Fitch	Negatif (27.06.2016)	AA (27.06.2016)

Kaynak: Bloomberg

İngiltere AB'nin diğer ülkelerine kıyasla bankacılıkta lider konumda yer alıyor ve Avrupa'daki birçok büyük bankanın Londra'da merkezleri bulunuyor. İngiltere'nin AB'den ayrılması yönünde sonuçlanan oylamanın ardından AB'ye üye ülkeler bankacılık aktivitesinin kendi ülkelerine kaydırılmasını talep edebilirler. İngiltere'deki finansal merkezlerin Paris, Frankfurt, Amsterdam ve Dublin gibi şehirlere kayabileceği konuşulmaya başlanmış durumda. Bu durum, İngiltere'nin finansal piyasalardaki rekabetçi gücünün sarsılmasına neden olabilir. Ayrıca söz konusu gelişmeler İngiltere'de bankacılık sektörünü ve net karı etkileyebilecek olması nedeniyle önemli görünüyor. Öte yandan Brexit sonrası, kredi derecelendirme kuruluşlarının İngiltere'nin kredi notunu düşürmesi de Brexit'in olumsuz etkilerinin devam edeceğini gösteriyor.

- **İngiltere Merkez Bankası (BOE) Para Politikası:**

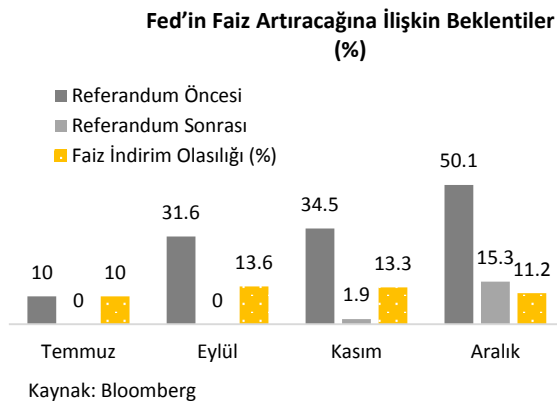
Brexit'in ardından BoE acil bir plan uygulaması ortaya koymasa da finansal piyasalardaki yükselen volatilitiyi azaltabilmek için gereken tüm adımları atabileceğini açıkladı. Bu bağlamda BoE'nin Brexit sonrası yapacağı toplantılarında parasal genişleme adımlarını artırması bekleniyor. Faiz tarafında BoE'nin ekonomiyi desteklemek adına 25 baz puanlık indirimle gitmesi beklense de, gerekli görülen canlanmanın hala yaşanmaması halinde faiz indirimlerine devam edebileceği düşünülüyor. Parasal genişleme tarafında ise hali hazırda aylık 375 milyar sterlin olarak uygulanan varlık satın alım programının 100-150 milyar sterlin artırabileceği bekleniyor.

Sonuç olarak, dünya ekonomileri üzerinde etkisini uzun vadede daha çok hissedebileceğini düşündüğümüz Brexit kararının İngiltere ekonomisine yansımaları da aleyhte bir görünüm çizmekte. Nitekim ekonomik aktivitenin yavaşladığı, yatırımların azaldığı, düşen para biriminin yarattığı yapay enflasyon yükselişleri ekonomide resesyon ile enflasyonun aynı anda yaşandığı stagflasyon sürecini de beraberinde getirebilir. Diğer yandan İngiltere ekonomisine işgücü penceresinden bakıldığında, Brexit sonrası oluşacak belirsizliğin tetiklediği yetersiz talep işgücü piyasasına daralma olarak yansiyabilir. Yapılan tahminler işgücü piyasasındaki daralmanın 2016 yılının ikinci yarısında kendisini hissettirmeye başlayarak 2017 yılında artarak devam edeceği yönünde.

Brexit'in Dünya Ekonomisine Olası Etkileri

Son yıllarda ABD, Euro Bölgesi ve Asya ekonomilerinden kaynaklanan gelişmeler başta olmak üzere küresel piyasalarda sarsıntı yaratacak pek çok olay yaşandı. Söz konusu olayların yansımaları dünya ekonomisi üzerinde bazen kısa vadeli şok etkisi yaratırken bazen de uzun vadeli sonuçlar doğurdu. İngiltere'nin AB üyeliğinden çıkma kararı almasının da son yıllarda yaşanan olaylara benzer şekilde dünya ekonomisine önemli etkileri olabileceği düşünülüyor. Brexit kararının öncelikle Euro Bölgesi ile finansal ve ekonomik ilişkilerini nasıl etkileyeceği merak edilse de kararın dünya ekonomisine önemli yansımalarının olması bekleniyor. Dünya ekonomisine yönelik olası etkilere göz attığımızda bazı ihtimallerin öne çıktığını görüyoruz:

- **ABD Merkez Bankası'nın faiz artırım sürecinde daha temkinli davranması:**



Brexit kararının küresel büyüme üzerinde yarattığı aşağı yönlü riskler ABD'de mal ve hizmet talebinin azalmasına neden olabilir. Talebin azalmasının yanı sıra finansal piyasalarda oluşabilecek belirsizlik ortamı da reel sektöre olumsuz yansiyabilir. Bu ihtimallerin gerçekleşmesi, küresel ekonomideki risklere son derece duyarlı olan Fed'in faiz artırım sürecinde daha temkinli ve güvercin bir tutum takınmasına sebep olabilir. Brexit kararı öncesinde piyasalarda yaz aylarından sonra Fed'in faiz artırımına gidebileceği fiyatlanırken karar sonrasında faiz artırımının ötelendiği hatta faiz indirimine gidilebileceği konuşulmaya başlandı. Fed'in piyasa beklentilerine uygun olarak faiz

artırımını ötelemesi, faiz artırımları konusunda fırsat penceresini kaçırılması ihtimalini beraberinde getirebilir. Faiz oranlarını son sekiz yıldır düşük tutan Fed'in faiz artırım fırsatını kaçırmaması halinde, Fed ilk etapta yeni bir parasal genişleme (QE4) programı uygulayabilir. Krizin derinleşmesi durumunda ise Fed'in Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları'na benzer şekilde negatif faiz politikasını uygulamaya koyması ihtimali gündeme gelebilir.

- **Merkez Bankaları politikalarının etkisizleşmesi:**

Küresel krizin başlamasından bu yana yaklaşık dokuz yıl geçmiş olmasına ve geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarının bir arada kullanıldığı genişleyici para politikalarının uygulanmasına rağmen küresel ekonomide hala belirgin bir iyileşme yaşanmadı. Uygulanan para politikalarının artık ilk zamanlardaki kadar etkili olmaması nedeniyle ekonomiyi canlandırabilmek için yeni alternatifler aranıyor. Söz konusu ortamda, Brexit'in kırılgan olan Euro Bölgesi ekonomisini daha da zayıflatması, Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından uygulanan tahvil alım programlarının ve negatif faiz uygulamalarının etkilerinin azalmasına neden olabilir. Böyle bir durumda ECB'nin ek parasal genişlemeye ya da faiz indirimine gitmesi, sorunların çözümüne çok fazla fayda sağlamayabilir. Euro Bölgesi ekonomisinin toparlanması için çaba gösteren ECB'nin elindeki araçların azalması, diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları politikaların başarılı olma ihtimalini de beraberinde getirebilir.

- **Düşük enflasyon ile mücadele eden ülkelerde enflasyonun artırılamaması:**

2008 yılı küresel krizi sonrasında gelişmiş ülkelerde büyüme hızlarının belirgin bir şekilde yavaşladı. Kriz öncesi dönemdeki büyüme oranlarına kriz sonrası dönemde merkez bankalarınca atılan adımlara rağmen ulaşılmıyor. Büyüme hızına ve iç talep yetersizliğine yönelik endişeler beraberinde deflasyonist riskleri getirmekte. Brexit'in deflasyonla mücadele eden Euro Bölgesi ekonomisine olumsuz yansımaları olması ve ECB'nin parasal genişleme adımlarının etkisizleşmesi sonucunda deflasyon sorunu daha da ağırlaşabilir.

- **Küresel ekonomide yavaşlama ihtimalinin artması:**

Küresel kriz döneminin ardından emtia fiyatları belirgin bir şekilde geri çekilmeye başladı. Özellikle petrol fiyatlarındaki düşüş ekonomik aktiviteye ilişkin belirsizlik ortamı yaratarak yatırımları olumsuz yönde etkiledi. Bu bağlamda, petrol fiyatlarının sert düşüşü yeniden küresel resesyon korkularını canlandırdı. Bununla birlikte Çin ekonomisine yönelik endişeler de söz konusu risk algısını yoğunlaştırıyor. Küresel piyasalardaki resesyon endişeleri, Brexit'in hem İngiltere hem de diğer AB üyesi ülkelerde yaratacağı belirsizlik ortamı ile daha da artabilir. Bu durum yatırım yapma iştahını azaltarak risk yaratabilir.

- **AB'nin dağılma ihtimalinin artması ve küreselleşmenin sona ermesi:**

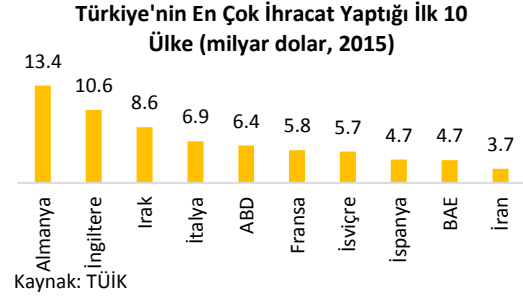
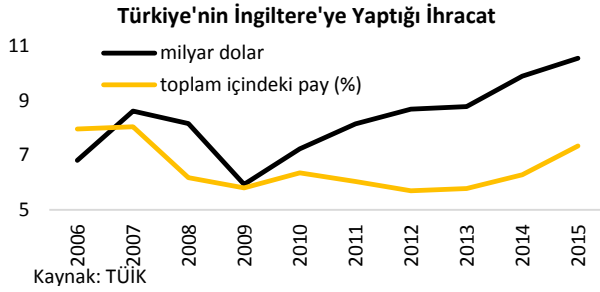
AB üyesi olarak ortak pazarda yer almasına karşın Euro ve Schengen bölgelerinin dışında kalmayı tercih eden ve AB ile entegrasyon konusunda kendini diğer Avrupa ülkelerinden daha farklı şekilde konumlandıran İngiltere'nin üyelikten çıkma kararı alması Birlik'in çözülmesi sürecinin başlamasını tetikleyebilir. AB ülkeleri içinde bütünüleyici olmayan politik güçler ön plana çıkabilir ve ayrılıkçı görüşler gündeme gelebilir. Ayrılıkçı görüşlerin ortaya çıkması ise AB'nin feshedilemez olmadığını tasdik edeceğinden, ayrılma isteği olan diğer ülkeleri bu yönde destekleyebilir ve AB'nin bütünlüğü açısından risk oluşturabilir. Küreselleşme sürecinde önemli faktörlerden biri olan uluslararası ekonomik sistemin oluşturulmasında, sınırların mümkün olduğunca kaldırılması ve bölgesel anlaşmalarla bütünleşme çabaları olmak üzere iki ana eğilimin hakim olduğunu görüyoruz. Bir bütünleşme hareketi olan AB'nin küreselleşme sürecinde önemli bir aktör olduğunu düşünüyoruz. Bu bağlamda, AB'de yaşanacak bir çözülmenin küreselleşme sürecine darbe vurabileceği öne çıkan bir diğer ihtimal olarak karşımıza çıkıyor.

Brexit'in Türkiye'ye olası etkileri

Yukarıda da belirttiğimiz gibi İngiltere'nin ayrılık kararının çeşitli yönlerden diğer ülkeleri de etkilemesi olası görünüyor. Brexit'in Türkiye'ye etkilerinin ise uzun vadede görüleceğini düşünüyoruz. Küresel piyasalara entegre finans piyasasına sahip olan Türkiye, bankacılık sektörünün Londra finans piyasası ile olan bağlantısı ve İngiltere'yle ticari ilişkileri nedeniyle Brexit'ten etkilenecek ülkeler arasında yer alıyor. Brexit'in artırdığı risk algısının finansal piyasalar üzerindeki etkisini geliştirmekte olan bir ülke olarak ilk etapta gördük. Uzun vadede ortaya çıkabilecek resesyon riski ise tüm dünya ekonomilerinde hissedilecek. İngiltere'nin Türkiye için önemli bir

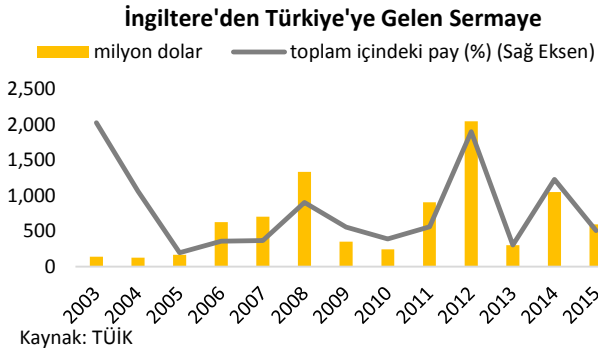
ihracat pazarı olması ve sermaye akımlarının ülke ekonomisi için önemi Brexit'in etkilerini artıracak gibi görünüyor.

- **İngiltere Türkiye için Önemli Bir İhracat Pazarı**



İngiltere Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ikinci ülke olarak önemli bir ticaret ortağı. 2015 yılında Türkiye'nin 144 milyar dolarlık ihracatının %7.3'ü yani 10.6 milyar dolarlık ihracat İngiltere'ye yapıldı. Ülkeye en çok ihracat yapan sektörler ise otomotiv, hazır giyim ve konfeksiyon ile elektrik, elektronik sektörleri. Elektrik, elektronik sektörü toplam ihracatının %14'lük bir kısmını İngiltere'ye yapıyor. Süs bitkileri, hazır giyim ve konfeksiyon, kuru meyve ve otomotiv sektörlerinin ihracatında da İngiltere'nin payı %10'un üzerinde. Bu nedenle özellikle bu sektörlerin sterlindeki değer kaybı ve İngiltere ekonomisindeki yavaşlamadan olumsuz etkilenme ihtimali bulunuyor. Ayrıca diğer önemli ticaret ortaklarımızın çoğunluğunu ise Avrupa ülkeleri oluşturuyor. İngiltere'deki zayıflığın Avrupa'ya yansımaları da ticaretimizi olumsuz etkileyebilecektir.

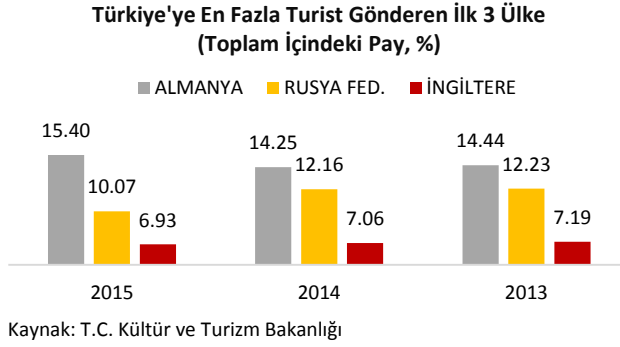
- **Doğrudan Yatırımlar**



2002 yılından bu yana İngiltere'den Türkiye'ye yıllık ortalama 600 milyon dolar gelmiş ve dışarıdan gelen toplam doğrudan yatırımların %7.5'ini oluşturmuş. Ayrıca Türkiye'nin AB müzakerelerinin başlaması kararının alındığı Aralık 2004'ten 2013 yılına kadar Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımların neredeyse tamamı AB'den geldi. İngiltere'nin Birlik'ten ayrılık kararı, Türkiye'nin AB üyeliği sürecini olumsuz etkileyebilir ve bu durum uzun vadede doğrudan yatırımların azalmasına neden

olabilir. Bu ihtimalin yanı sıra Brexit'ten İngiltere ekonomisi ve devamında diğer Birlik üyesi ülke ekonomilerinin de olumsuz etkilenmesi, Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlarda düşüş yaşanmasına sebep olabilir. Dışarıdan gelen doğrudan yatırımlar hem cari açığın finansmanı hem de bankacılık sektörü açısından önemli. Türk bankacılık sektöründe mevduatın krediye dönüşüm oranı %100'un üzerinde ve krediler özellikle 2008 krizi sonrası oluşan bol likidite ortamının da desteğiyle düşük maliyetli yurtdışı kaynaklarla finanse ediliyor.

• Turizm Sektörü



İngiltere, Türkiye'ye en çok turist gönderen üçüncü ülke olarak turizm sektörü açısından da oldukça önemli bir yere sahip. Ayrıca İngiliz vatandaşları Türkiye'de en çok konut edinen ilk beş arasında yer alıyor. Bu nedenle sterlinde yaşanan değer kaybı turizm ve konut sektörlerini de olumsuz etkileyebilecektir. Türkiye'ye gelen turistlerin %50'den fazlasını Avrupa vatandaşları oluşturuyor. Brexit'in diğer Avrupa ülkelerini de olumsuz etkilemesi ihtimali turizm sektörünün Brexit'ten

etkilenme derecesini artırabilir. Buna karşın son dönemde İsrail ve Rusya ile ilişkilerin normalleştirilmesine yönelik atılan adımlar, dış ticaret ve turizm sektöründe Brexit'in etkilerini hafifletebilir.

• Finans Sektörü

Finans merkezi olarak Londra'nın finans sektörü için zaten önemli bir yeri var. Buna ek olarak İngiltere bankalarının Türkiye'yle kuvvetli ilişkileri var. Ayrılık kararının ardından pek çok bankanın merkezlerini Londra'dan taşınması gündeme geldi. Bankaların bu süreçten olumsuz etkilenmesi Türkiye'ye de olumsuz yansiyabilir. Öte yandan Türk bankacılık sektöründe mevduatın krediye dönüşüm oranının yüksek olduğunu ve bu nedenle kredilerin yurtdışı kaynakla finanse edildiğini yukarıda belirtmiştik. Brexit kararının ardından hem İngiltere hem de ABD'de bankacılık sektörü hisselerinde çok ciddi düşüşler yaşandı. Bankacılık sektörü üzerinde artan riskler nedeniyle yurtiçi bankaların da yurtdışından kaynak temini zorlaşabileceği için önümüzdeki dönemde kredi verirken daha seçici davranabileceklerdir. Bu durum kredi maliyetlerini yükseltebilecektir.

Sonuç olarak...

İngiltere'nin AB'den ayrılma kararı beklenmediği için ilk etapta piyasalarda sert değer kayıplarına neden oldu. İlk şokun atlatılmasının ardından Fed'in faiz artırımlarını erteleyeceği hatta tekrar faiz indirimine gidebileceği beklentilerinin yarattığı iyimserlikle piyasalar ilk kayıplarını geri verdi ve normal seyrine döndü. Ancak İngiliz para birimi sterlindeki değer kaybı devam etti ve sterlin dolar karşısında 1985 yılından sonraki en düşük seviyelere geriledi. Söz konusu durum piyasada İngiltere ekonomisine ilişkin risk algısının düşmediğini ve Brexit'in ilk etkilerinin öncelikle İngiltere ekonomisi üzerinde görüleceğini gösteriyor. Ayrıca piyasalar sakinleşmiş görünse bile uzun vadede Brexit'in etkilerini küresel ekonomi üzerinde de göreceğiz. Brexit sadece bir ülkenin AB'den ayrılma kararı olarak değil, dünya piyasalarının 2008 ABD mortgage krizinden sonra karşılaştığı en ciddi tehlike olarak değerlendirilebilir. Öncelikle bu karar tek Avrupa hayalini kesintiye uğratmış olması nedeniyle önemli. Fransa ve Hollanda gibi ülkelerde de muhalefet tarafından ayrılık ihtimalinin dile getirilmesinin yanı sıra Yunanistan ve İtalya gibi güçlü Euro nedeniyle dış ticarete zorlanan ülkeler de ayrılmak isteyebilir. Söz konusu durum Avrupa Birliği'nin dağılmasına sebep olabileceği gibi Yunanistan, Portekiz gibi sorunlu ülkelerin Birlik'ten ayrılmasıyla Almanya, Fransa gibi güçlü ekonomilerle merkezi ve güçlü yeni bir Avrupa projesi de gündeme gelebilir. Öte yandan İngiltere'nin AB'den ayrılması sadece Avrupa Birliğine değil aynı zamanda küreselleşmeye de sekte vurabilir. Özellikle Çin'in Dış Ticaret Örgütü'ne girmesi ve IMF tarafından uygulanan programlarla gelişmekte olan ülkelere alınan yapısal önlemler sonucu sağlanan güçlü görünüm, söz konusu ülkelere para akışını hızlandırırken gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki sınırları da gevşetti ve küreselleşmeyi hızlandırdı. Ancak Brexit kararı Avrupa Birliği'nin dağılmasıyla başlayarak merkezi ve milli ekonomilere dönüş eğilimine neden olabilir.

Brexit kararı İngiltere ekonomisinden başlayarak diğer ekonomileri de olumsuz etkileyebileceği için küresel durgunluk hatta resesyon riskine yol açabilecek. Avrupa ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde hali hazırda negatif faiz uygulandığı, ABD'de ise faiz oranlarının %0.5 ile çok düşük seviyede olduğu bir ortamda yaşanacak bir resesyonun etkileri çok daha uzun sürecektir. Bol likidite politikası uzun süredir uygulandığı için artık etkinliğini

kaybetmeye başladı. Faiz oranları da zaten uzun süredir düşük olduğu için her yeni faiz indiriminin ekonomiye katkısı bir öncekine göre daha az oluyor. ABD’de eski Fed Başkanı Ben Bernanke’nin Mayıs 2013’te yaptığı konuşmadan bu yana faiz artırımları tartışılıyor. Ancak şu ana kadar sadece bir faiz artırım yapıldı. Yeni resesyon riski Fed’in faiz artırım fırsatını kaçırdığını gösterecek ve sert eleştirilerle karşılaşmasına neden olacak. Ayrıca Fed ekonomiye destek vermek için yeni parasal genişleme programları uygulasa bile her yeni programın marjinal faydası düşük olacağı için ekonomide canlanma kısa sürede görülemeyecek. Böyle bir durum ekonomilerin canlandırılması için yeni politika arayışlarını gerekli kılacak. Bir süredir para politikalarının etkinliği azaldığı için maliye politikalarıyla ekonomiye müdahale edilmesi gerektiği hatta helikopter para gibi seçenekler tartışılıyor. Böyle bir ortamda yaşanacak bir resesyon para politikalarının arka plana itilerek yeniden maliye politikalarının ön plana çıkacağı ve yeniden yüksek bütçe açıklarıyla karşılaşacağımız bir döneme girilmesine neden olabilir. Ya da helikopter para alternatifinde olduğu gibi para ve maliye politikası otoritelerinin birbirlerinin alanına müdahale etmesini gerektirebilecek yeni politika bileşimleri de denenebilir.

Brexit kararının ne kadar ciddi sonuçlar doğurabileceği göz ardı edilmiş olsa da, kararın açıklandığı ilk gün olan 24 Haziran’da İngiltere borsası %3.1 değer kaybederken, Japonya borsasının %7.9, Almanya Dax endeksinin %6.8 gibi daha yüksek oranlarda değer kaybetmiş olması Brexit kararının aslında küresel bir sorun olduğunu gösteriyor. Gerçi sonraki günlerde piyasalar farklı bir bakış açısı geliştirdi. Brexit kararının uygulamaya konmasının 2 yıl gibi uzun bir sürede gerçekleşecek olması nedeniyle kısa vadede daha önemli olan Fed kararına odaklanıldı ve faiz artırımlarının öteleneceği beklentisiyle adeta kriz fırsata çevrildi. Kısa vadede piyasalar üzerinde Çin ve ABD’ye ilişkin gelişmelerin en belirleyici faktörler olduğu biliniyor. Bu bağlamda Fed’e ilişkin beklentiler ve Brexit kararı sonrası Çin’in para biriminde aşırı bir değer kaybı olmaması ve Çinli yetkililerin sorun olmadığını açıklaması piyasaları destekledi. Piyasalarda karar sonrası oluşan ilk tepkinin ardından, sakinleşme yaşanmış olsa da bu kararın dünya ekonomisi için bir kırılma noktası olacağı düşüncemizi koruyoruz.

Ekonomik gerekçelerin dışında son dönemde artan terör olaylarının dünyada yarattığı korku ve artan göçmen akımlarının göçmenlere karşı tavrın değişmesine neden olması ayrılık kararının alınmasında etkili olduğu biliniyor. Diğer ülkelerde de göçmen karşıtı algının yayılması bu ülkelerde aşırı sağ ve sol partilerin yükselişini hızlandırabilir. Bu durumda diğer merkez partilerin de göçmen karşıtı politika izlemeye başlamaları küreselleşmeye vurulacak bir darbe olabilir. Ülkelerin kendi içine dönük, ekonomide nispeten daha kapalı bir dönemin başlangıcı olabilir. Brexit’in etkileri kısa vadede göz ardı edilse bile siyasi ve ekonomik etkileri uzun vadede görülecek.

Haftalık Veri Takvimi (04 - 08 Temmuz 2016)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
04.07.2016	Türkiye	TÜFE (Haziran, a-a)	%0.58	-%0.15
	Euro Bölgesi	ÜFE (Mayıs, a-a)	-%0.3	%0.3
05.07.2016	ABD	ISM Newyork Endeksi (Haziran)	37.2	--
		Fabrika Siparişleri (Mayıs, a-a)	%1.9	-%0.8
		Dayanıklı Mal Siparişleri (Mayıs)	-%2.2	-%2.2
	Euro Bölgesi	Hizmet PMI (Haziran)	52.4	52.4
		Perakende Satışlar (Mayıs, y-y)	%1.4	%1.7
	Almanya	Hizmet PMI (Haziran)	53.2	53.2
	Fransa	Hizmet PMI (Haziran)	49.9	--
	İtalya	Hizmet PMI (Haziran)	49.8	--
	İngiltere	Hizmet PMI (Haziran)	53.5	52.9
	Japonya	Hizmet PMI (Haziran)	50.4	--
06.07.2016	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-37.4 Milyar USD	-40.0 Milyar USD
		Hizmet PMI (Haziran)	51.3	51.5
		14-15 Haziran Tarihli FED Toplantı Tutanakları	--	--
	Almanya	Fabrika Siparişleri (Mayıs, a-a)	-%2.0	%0.5
07.07.2016	ABD	ADP Özel İstihdam (Haziran)	173 Bin Kişi	150 Bin Kişi
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	268 Bin Kişi	--
	Euro Bölgesi	ECB Toplantı Tutanakları	--	--
		Almanya	Sanayi Üretim Endeksi (Mayıs, Mevs. Arın., a-a)	%0.8
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-5,219 Milyon Euro	--
		Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	-2.8 Milyar Euro	--
	İngiltere	Sanayi Üretim Endeksi (Mayıs, a-a)	%2.0	-%1.0
		GSYH (Haziran, öncül)	%0.5	--
	Japonya	Öncül Göstergeler Endeksi (Mayıs, öncül)	100.0	100.0
	08.07.2016	Türkiye	Reel Efektif Döviz Kuru (Haziran)	99.14
ABD		İşsizlik Oranı (Haziran)	%4.7	%4.8
		Tarımdışı İstihdam (Haziran)	38 Bin Kişi	180 Bin Kişi
Almanya		Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	25.7 Milyar Euro	24.2 Milyar Euro
		Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	28.8 Milyar Euro	25.4 Milyar Euro
Fransa		Sanayi Üretim Endeksi (Mayıs, a-a)	%1.2	-%0.2
İngiltere		Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-3,294 Milyon £	3,550 Milyon £
Japonya		Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	1878.5 Milyar Yen	1742.3 Milyar Yen
		Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	697.1 Milyar Yen	56.0 Milyar Yen