TÜRKİYE CUMHURİYETİ CUMHURBAŞKANLIĞI
**STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI**

# DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER BÜLTENİ

**2020 / 1-2 (Ocak-Haziran)**

**EKONOMİK MODELLEME VE KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME GENEL MÜDÜRLÜĞÜ**
**KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME DAİRE BAŞKANLIĞI**

# İçindekiler

1 Yönetici Özeti ... 3
2 Görünüm ... 5
2.1 Büyüme ... 5
2.2 Ticaret ... 6
2.3 İşgücü ... 8
2.4 Emtia Fiyatları ... 8
2.5 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörüleri ... 10
3 Bölgesel Görünüm ... 12
3.1 Gelişmiş Ekonomiler ... 12
3.1.1 ABD ... 12
3.1.2 Avro Bölgesi ... 13
3.1.3 Japonya ... 15
3.2 Gelişmekte olan Ekonomiler ... 16
3.2.1 Çin ... 16
3.2.2 Rusya ... 18
3.2.3 Brezilya ... 19
3.2.4 Hindistan ... 20
4 İstikrar Görünümü: ... 21
4.1 Risk Görünümü ... 21
4.2 Sermaye Piyasaları ... 25
4.3 Döviz Piyasası ... 25
4.4 Ülke Riski ve Bono Getirileri ... 26

## Grafikler

Grafik 1: IMF Küresel GSYH Endeksi Tahmin Patikası ve PMI ..... 6
Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi ..... 7
Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları ..... 8
Grafik 4: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100) ..... 9
Grafik 5: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100) ..... 10
Grafik 6: ABD Ekonomisine İlişkin Göstergeler ..... 13
Grafik 7: AB PMI ve Sanayi Üretim Endeksi ..... 14
Grafik 8: Japonya PMI ve Sanayi Üretim Endeksi ..... 16
Grafik 9: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi ..... 17
Grafik 10: Rusya Sanayi Üretim Endeksi, KKO ve İşsizlik Oranı ..... 19
Grafik 11: Seçilmiş Ülkelerde Efektif Politika Faiz Oranları ve Finansal Durum Endeksleri ..... 22
Grafik 12: ABD 2 Yıl- 10 Yıl Bono Spreadi ve ABD Doları Cinsi 3 Aylık LIBOR OIS Spreadi ..... 23
Grafik 13: Seçilmiş Gelişmiş Ülke Finansal Olmayan Şirket Borçluluğu ve BRICS+T Rezerv Yeterlik Oranı ..... 24
Grafik 14: Borsa Bileşik Endeksleri, FED ve ECB Bilanço Büyüklükleri ..... 25
Grafik 15: ABD Dolar Endeksi ..... 26
Grafik 16: MSCI ve Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi ..... 26
Grafik 17: Küresel Bono Endeksleri, Spreadleri ve VIX VYX ..... 27
Grafik 18: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri ..... 28
Grafik 19: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları ..... 28

# 1 Yönetici Özeti

**2020 yılının ilk yarısında küresel ekonomi gündeminin merkezinde, Çin'de başlayıp kısa sürede dünyaya yayılan Kovid-19 salgını ve salgına karşı ülkelerin aldıkları önlemler yer almıştır**. Salgın küresel düzeyde 2020 yılı Haziran ayının sonu itibariyle yaklaşık 10,6 milyon insana bulaşmış ve 517 bin kişi hayatını kaybetmiştir. 5,8 milyondan fazla insanın iyileşmesine rağmen, salgın son yüzyılın en büyük ekonomik bunalımını yaratmak üzeredir.

**Küresel tedbirlerde sağlık sistemlerini korumak öncelikli olmuştur**. Salgının başlangıcında virüs hakkında ve yayılım hızında net bilgilerin olmaması ve ilerleyen süreçte acil ve yoğun bakım desteğinin uzun sürdüğünün anlaşılmasıyla birlikte, öncelik sağlık sistemlerinin çökmesinin engellenmesi olmuştur. Bu nedenle uluslararası düzeyde sağlık alanında dayanışma ve yardımlaşma çabaları ilk aşamada ön planda olmuştur. Türkiye birçok ülkeye yaptığı sağlık ekipmanları yardımıyla söz konusu dayanışma çağrılarına en iyi cevap veren ülkelerden birisi olmuştur.

**Salgına karşı sert toplumsal ve ekonomik önlemler alınmıştır**. Bu süreçte, toplumsal hareketliliğin azalması ve sosyal yalıtım kavramının gündeme gelmesiyle ülkelerin salgının yayılmasını engellemek amacıyla sınırlarını kapamaları ve bazı sektörlerdeki faaliyetleri kısıtlamaları tüm dünyada ciddi ekonomik etkilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Başta hizmet sektörleri olmak üzere birçok sektörün tamamen kapanması, ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına ve işsizliğin artmasına neden olmuştur. Alınan karantina önlemleri üretim endekslerinin ciddi oranda düşmesine, işgücü kayıplarına ve güven endekslerinin tüm dünyada gerilemesine neden olmuştur.

**Pandeminin ekonomik çöküntüye yol açmaması için tarihte benzeri görülmemiş mali teşvikler ve parasal genişleme politikaları uygulanmaktadır**. Salgının istihdam, tedarik zincirleri ve üretim kapasitesi üzerinde yaratacağı kalıcı tahribatı gidermek için küresel çapta önemli boyutlarda mali tedbirler uygulamaya konulmuştur. Bu süreçte, birçok ülkede merkez bankaları faiz indirimleri gerçekleştirmiş, gelişmekte olanlar da dahil olmak üzere ülkeler varlık alımları, likidite destekleri, kredi programları ile salgından etkilenen sektörlere ve hanehalkına yönelik daha önce görülmemiş boyutlarda destek programlarını hayata geçirmiştir.

Bu dönemde, küresel büyüme görünümü belirgin biçimde kötüleşmiştir. Salgın öncesi dönemde, uluslararası kuruluşlar tarafından 2020 yılında dünya hasılasının yüzde 3 civarında büyüyeceği tahmin edilirken, salgından sonraki tahminlere göre yüzde 5 civarında daralması beklenmektedir.

**Güvenli liman arayışı ve sermaye hareketlerinde değişimler gözlenmiştir.** Salgının başlangıcında ABD doları cinsinden varlıklara ve kısmen altına yatırımcıların yoğun ilgi gösterdikleri gözlenmiştir. Bu süreçte ise gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımları, salgının ciddi boyutlara ulaşmasından ve küresel risk iştahındaki gerileme neticesinde yatırımcıların güvenli limanlara yönelmesiyle olumsuz etkilenmiş, bu ülkelere yönelik bu yatırımlarda tarihi en yüksek çıkış gözlenmiştir. Böylece gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde de belirgin artışlar izlenmiştir. Bununla birlikte, 2020 yılının ikinci yarısında ABD'deki ülkeye özgü sorunlar nedeniyle dolar varlıklardan çıkış yaşanmasıyla altının tarihsel yüksek seviyelere çıktığı ve gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımlarının henüz dönmediği izlenmektedir.

**Azalan küresel talep ve zorunlu üretim kısıtlamaları dünya ticaret hacminde keskin düşüşlere yol açmıştır.** Ticaret ve küresel katma değer zincirinin bu durumdan olumsuz etkilenmesiyle küresel ticaret hacmi keskin bir daralma kaydetmiştir. Ayrıca, salgının yayılması sonucu firmalar yoğun talep düşüşleri, arz kesintileri ve nakit akışlarında ortaya çıkan bozulmalar nedeniyle yeni yatırım yapma kararlarında temkinli davranmışlardır. Ayrıca, salgın öncesi dönemde küresel gündemi

meşgul eden ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşları hususunda net bir çözüm halen sağlanamamıştır.

**Petrol fiyatlarında tarihsel düşüşler kaydedilmiştir**. Hem küresel ekonomik faaliyetteki yavaşlamanın etkisi, hem de petrol ihracatçısı ülkeler (OPEC+) arasındaki anlaşmazlıklar başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında sert düşüşlere yol açmıştır. Petrol fiyatları üreticiler arasında görülen uzlaşma çabaları ve arz kesintileri ile kısmen toparlanmıştır.

**Salgın ilk aşamada kontrol altına alınmış gibi görünse de riskler devam etmektedir.** 2020 yılının ikinci çeyreğinin başlarından itibaren alınan önlemler sayesinde salgını görece kontrol altına alan birçok ülkede önlemler hafifletilmiş ve ekonomik faaliyetler yeniden başlamışsa da, salgının yayılım hızına ve normalleşme sürecine dair belirsizlikler halen devam etmektedir. Devam eden salgının küresel tüketim alışkanlıkları ve genel harcama davranışında yarattığı tahribatın devam edip etmeyeceğinin tam olarak öngörülememesinin yanı sıra aşı çalışmalarının henüz olumlu sonuçlanmaması ve oluşabilecek ikinci dalga beklentisi halen tüm ülkelerde endişe kaynağı olmaya devam etmektedir.

# 2 Görünüm

## 2.1 Büyüme

Küresel ekonomi 2020 yılının ilk yarısında Kovid-19 salgınının etkisinde kalmıştır. Kovid-19 salgınına ilişkin ilk vakalar 2019 yılının Aralık ayında Çin'de görülmüş ve 2020 yılının ilk çeyreğinden itibaren salgın hızla tüm dünyaya yayılmaya başlamıştır.

Asya kıtası dışındaki ülkelerin birçoğunda ise vakaların yılın ilk çeyreğinin ortalarından itibaren yaygınlaştığı tespit edilmiştir. İkinci çeyrekte ise Çin, Japonya ve Güney Kore haricindeki tüm ülkelerde vaka sayılarında artışlar devam etmiştir. Özellikle Avrupa'daki gelişmiş ülkelerde alınan önlemler vaka sayılarının ikinci çeyrek tamamlanmadan belirgin biçimde sınırlanmasını sağlamıştır. ABD'de ise sosyal mesafe ve maske gibi koruyucu önlemlere yeterince uyulmaması nedeniyle, Kovid-19 vaka sayıları ikinci çeyrekte çok hızlı bir biçimde artmış ve ABD dünyada en çok vaka görülen ülke olmuştur. Haziran ayı sonu itibariyle ABD'de görülen vaka sayısı 2,7 milyona ulaşmıştır.

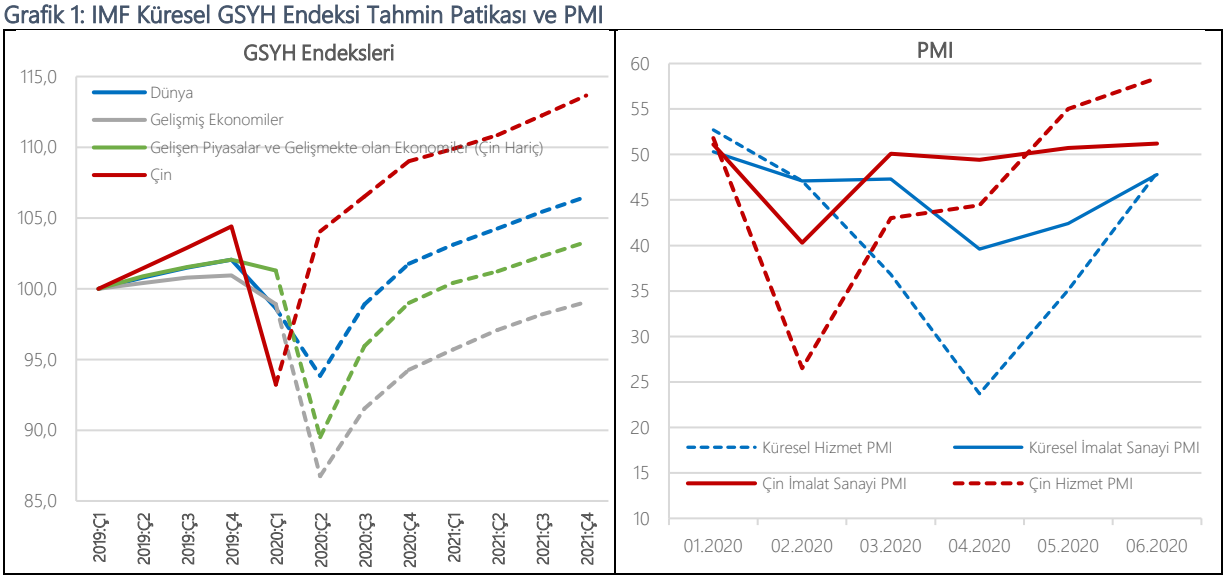
Böylelikle, 2020 Haziran sonu itibariyle dünyada toplam 10,6 milyon adet Kovid-19 vakası tespit edilmiş, Kovid-19 nedeniyle 517 bin kişi hayatını kaybetmiştir. Aynı dönemde iyileşen hasta sayısı 5,8 milyon kişiye ulaşmakla birlikte, salgın halen yıkıcı etkilerini sürdürmektedir.

Salgının etkilerini asgari düzeye indirmek için birçok ülkede çeşitli ekonomik ve sosyal tedbirler alınmıştır. Bu tedbirlerin öncelikli amacı, insan hayatını korumak ve ülke sağlık sistemlerinin çökmemesini sağlamak olmuştur. Bu çerçevede alınan kararlardan özellikle karantina ve ekonomik kapanma gibi tedbirler, iktisadi faaliyet üzerinde yoğun kısıtlayıcı sonuçlar doğurmuştur. Ayrıca, sosyal mesafe kurallarının uygulanması, maske kullanımının teşvik edilmesi/zorunlu tutulması, sokağa çıkma yasakları, uzaktan eğitim programlarının uygulanması gibi uygulamalarla Kovid-19 ile mücadele desteklenmiştir.

Salgının kesimler üzerindeki tahribatını azaltmak için amacıyla tarihte benzerine az rastlanır mali teşvik ve parasal genişleme politikalarına başvurulmuştur. Bunların başında; hanehalkına ve firmalara destek paketlerinin açıklanması ve uyumlu para politikası uygulamaları gelmektedir.

Böylece, 2019 yılının tamamında yüzde 2,9 oranında büyüyen ve salgın öncesi dönemdeki IMF tahminlerine göre yüzde 3,4 oranında büyümesi beklenen küresel hasılanın, 2020 yılında yüzde 4,9 oranında daralması öngörülmektedir. Salgının ilk aşamada dünya ekonomisinde önemli bir paya sahip olan Çin ekonomisi ile bazı Asya ekonomilerini vurması nedeniyle, küresel hasıla üzerindeki etkisinin yılın ilk çeyreğinde daha sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Ancak, yılın ikinci çeyreğinde salgının dünyanın diğer bölgelerine de hızla yayılmasıyla küresel ekonomi üzerindeki etkileri çok daha derin ve yaygın bir şekilde hissedilmiştir.

Grafik 1: IMF Küresel GSYH Endeksi Tahmin Patikası ve PMI




Kaynak: Bloomberg, IHS Markit, IMF WEO 2020 Haziran Güncellemesi

Küresel hasıladaki 2020 yılının ilk yarısında görülen daralma ağırlıklı olarak gelişmiş ekonomilerde görülen zayıf ekonomik aktiviteden kaynaklanmıştır. Nitekim 2020 yılının ilk çeyreğinde Avrupa'daki önemli ekonomiler olan Almanya, Fransa, İngiltere ve İtalya sırasıyla -2,2, -5,3, -2,2 ve -5,3 oranında daralmıştır. Benzer şekilde, ABD ekonomisinin de aynı dönemde yüzde -1,3 oranında küçüldüğü izlenmiştir[1].

Yılın ilk çeyreğinde salgının merkezi üssü Çin iken, ikinci çeyreğin başlarında gelişmiş Avrupa ülkeleri ve ABD olmuştur. Bu ülkelerde ağır sağlık tahribatına yol açan salgının tedarik zincirinde yol açtığı sorunlar ile ticaret üzerindeki yıkıcı etkisi başta AB ekonomileri olmak üzere küresel imalat sanayi üretimi üzerinde olumsuz etki yapmıştır.

Çin'de yılın ilk çeyreğinde başlayan salgın, özellikle yılın ikinci çeyreğinde Rusya, Brezilya, Hindistan, Meksika gibi gelişmekte olan büyük ölçekteki ekonomilerde etkili olmaya başlamış ve ekonomik faaliyetlerde belirgin yavaşlama meydana getirmiştir. İkinci çeyrekte bu ekonomilerin hepsinde salgının yayılımı gelişmiş ekonomilere göre daha hızlı olmuştur. Gelişmekte olan ekonomiler de kendi içlerinde salgından farklı derecelerde etkilenmişlerdir. Bunun temel nedeni gelişmekte olan ülkeler arasındaki yapısal farklılıklar (örneğin, salgından ciddi şekilde etkilenen turizm ve petrol gibi sektörlere bağımlılık), salgın ile mücadeledeki farklılıklar, verimlilik farkları, kriz öncesi büyüme trendleri ve yurtdışı finansal akımlara bağımlılık açısından mevcut olan ayrışmalardır.

Ayrıca, başta ulaştırma ve turizm sektörleri olmak üzere birçok hizmet sektöründe faaliyetler ikinci çeyrekte büyük ölçüde yavaşlamıştır. Hizmetler sektörü salgından çok daha fazla etkilenirken, imalat sanayi faaliyetlerindeki gerileme daha düşük seviyede gerçekleşmiştir.

## 2.2 Ticaret

Kovid-19 salgını öncesi küresel ticaretin ana gündemini ABD ve Çin arasında yaşanan ticaret savaşları ve korumacılık eğilimleri oluşturmuştur. Salgın sonrası dönemde ise küresel ticaret hacminin ciddi oranlarda azaldığı görülmektedir. Salgın sonrası küresel ticaret hacminde beklenildiği üzere keskin bir ivme kaybı yaşanmakla birlikte, ticaret savaşlarına ilişkin bazı hususlarda ise geleceğe dönük belirsizlikler halen sürmektedir.

[1] Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilerle bir önceki çeyreğe göre yüzde değişim.

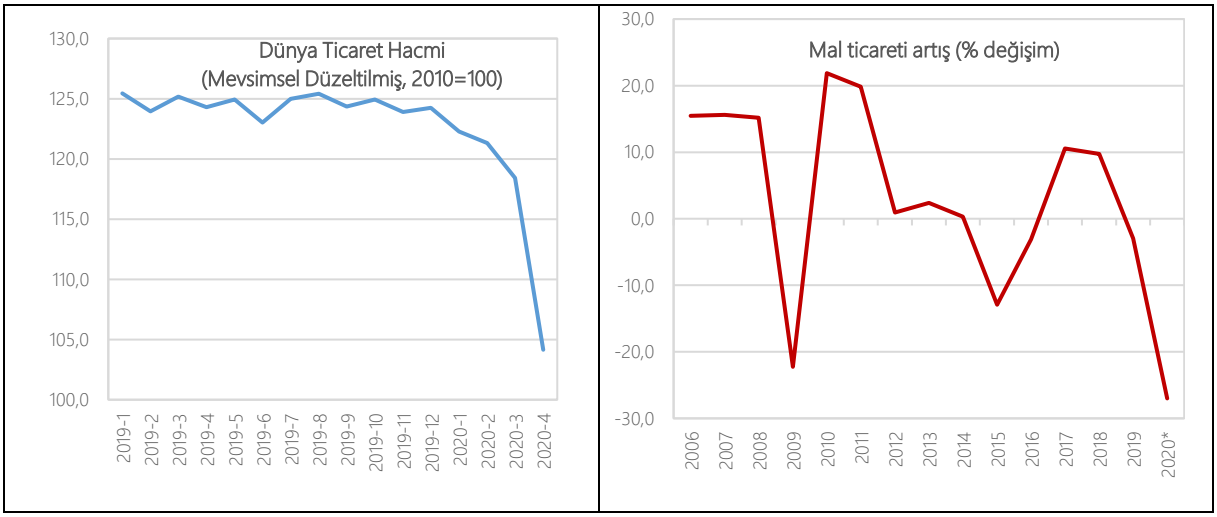
Son dönemlerde küresel ticarette korumacılık eğilimleri sıklıkla küresel ekonomi gündeminde öncelikle yer almıştır. İkinci dünya savaşı sonrasında genel olarak serbest dış ticarete dayalı anlayışın kademeli olarak değişebileceğine yönelik söylemler, uluslararası kamuoyunda en üst seviyedeki politika yapıcıları tarafından dile getirilmektedir. ABD tarafından 2018 yılında Çin'den ithal edilen mallara yönelik başlatılan soruşturmalar, dış ticaretteki korumacılık eğilimlerini yeni bir evreye taşıyarak ticaret savaşları olarak adlandırılmasına neden olmuştur. Bu tarihten itibaren ABD ticaret gerilimlerini tırmandırma eğilimleri göstererek, Avrupa Birliği'nden ithal edilen mallara yönelik olarak da korumacı önlemlerin alınma girişimlerinde bulunmuştur.

Bu gelişmeler sonucunda, 2020 yılı başında ticaret savaşlarının ön plana çıkan iki taraf olan ABD ve Çin arasında "Birinci Safha Ticaret Anlaşması" imzalanmıştır. Bu anlaşmayla iki ülke arasındaki ticaret savaşı kaynaklı gerginliğin kısmen azalması sağlanmış olmakla birlikte, gümrük vergilerinin indirilmesi gibi daha güç başlıkların "İkinci Safha" kapsamında değerlendirilmesi planlanmıştır. Ancak 2020 yılının ikinci çeyreği itibarıyla "İkinci Safha" anlaşmasına yönelik herhangi bir adımın atılmadığı görülmektedir.

Küresel ticaret hacmi salgından şiddetli derecede olumsuz etkilenmiştir. Dünya ticaret hacmi aylık verilere göre Nisan 2020'de yüzde 12,1 oranında gerileyerek seri içerisindeki en keskin düşüşü gerçekleştirmiştir. Ticaret hacmindeki aşağı yönlü yöneliş ivme kaybetse de önümüzdeki aylarda da devam etme ihtimali bulunmaktadır.

Nitekim UNCTAD *(United Nations Conference on Trade and Development)* tahminlerine göre 2020 yılında küresel ticaret hacminin yüzde 27 oranında daralması beklenmektedir. Bu oran 2007-2008 küresel krizi sonrasında oluşan daralmadan daha derin bir küçülmeyi işaret etmektedir.

Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi



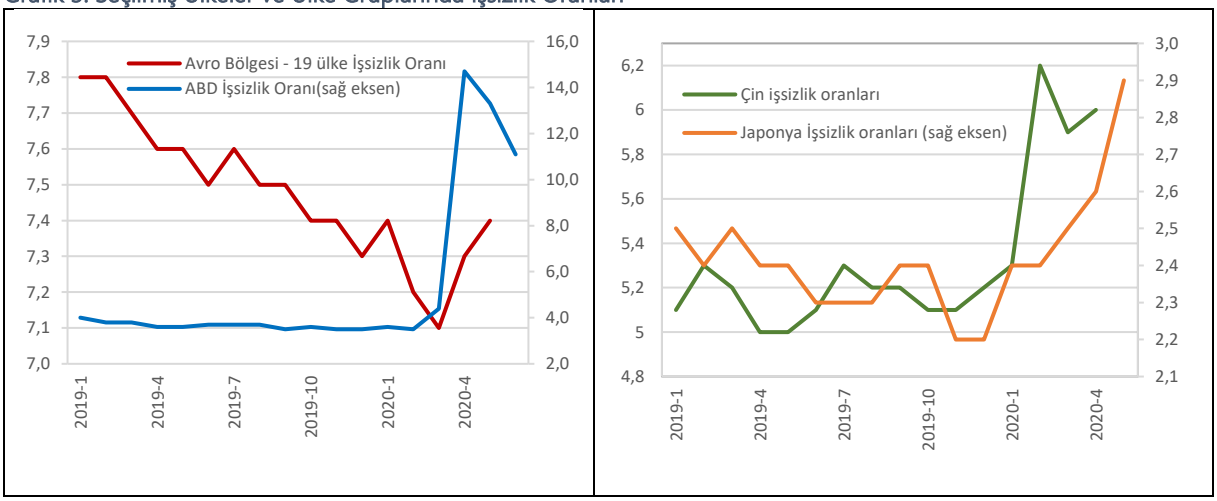

Kaynak: CPB, UNCTAD tahmini

Dünya Ticaret Örgütü *(World Trade Organization)* ise 2020 yılında küresel mal ticaret hacminin yüzde 13-32 arasında daralacağını tahmin etmektedir. Uluslararası kuruluşlarca ticaret hacminin seyrine ilişkin tahminlerdeki aşağı yönlü revizyonların, ülkemiz ve ana ticaret ortaklarımıza da yansıdığı gözlenmiştir.

## 2.3 İşgücü

Birçok sektörün kısmen veya tamamen kapanması sonucunda ortaya çıkan ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama, küresel ölçekte işgücü piyasalarını da derinden etkilemiştir. Avrupa ülkelerinde alınan önlemlere rağmen Uluslararası Çalışma Örgütüne *(ILO)* göre 2020 yılının ilk çeyreğinde 2019 yılı son çeyreğine göre 130 milyon kişilik tam zamanlı işe eşdeğer bir istihdam kaybı gerçekleşmiştir. Bu kaybın yılın ikinci çeyreğinde daha da artarak 300 milyondan fazla tam zamanlı iş kaybına ulaşabileceği tahmin edilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, Kovid-19 salgını istihdam piyasasında ve dolayısıyla hanehalkında ciddi bir yıkım oluşturmuştur.

Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları



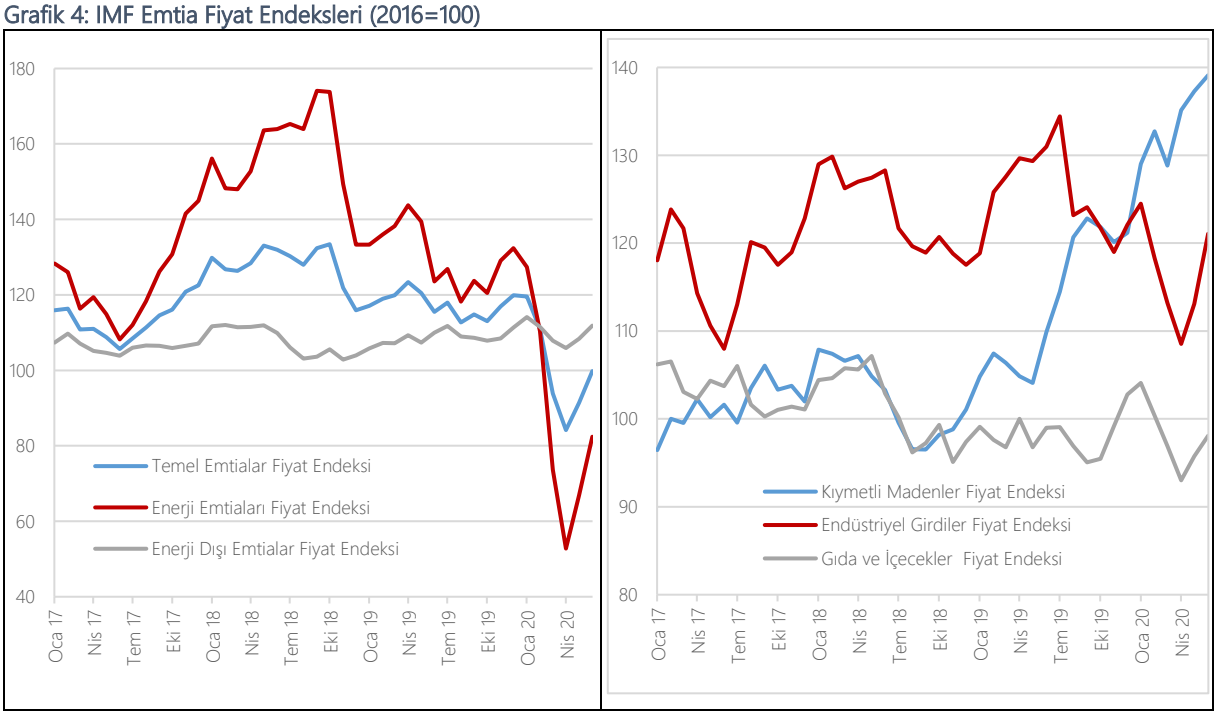

Kaynak: Eurostat, İLO

Grafik 3'ten de görüleceği üzere işsizlik oranlarında salgın sonrası ciddi artışlar meydana gelmiştir. Yüzde 4 civarında uzun süredir istikrar kazanan ABD işsizlik oranı, yavaşlayan ekonomik aktivitenin etkisiyle Nisan 2020'de yüzde 14,7'ye yükselmiş, daha sonra ekonominin açılmasıyla bir miktar gerilemişse de hala çift hanelerde kalmaya devam etmektedir. Bu süreçte, AB ekonomilerinde düşüş eğiliminde olan işsizlik yeniden tırmanışa geçerek yüzde 7,4'e yükselmiştir. Salgın açısından Çin ekonomisindeki en kötü ay olan Şubat ayında yüzde 6,2'ye yükselen işsizlik oranları, daha sonraki aylarda bir miktar gerilemişse de önceki kayıpları telafi edecek seviyelere ulaşamamıştır. İşsizlik oranı Japonya ekonomisinde her ne kadar yüzde 2'ler gibi düşük seviyelerde seyretse de, salgından sonra artışa geçerek yüzde 3'e yaklaşmış ve henüz tepeden dönüş gözlenmemiştir.

## 2.4 Emtia Fiyatları

Uluslararası Para Fonu *(IMF)* Temel Emtia Fiyatları Endeksi, 2020 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 8,9 ve yüzde 23,4 oranlarında azalma kaydetmiştir. Endeksin ana bileşenlerinden Enerji Dışı Emtia Fiyat Endeksinde 2020 yılının ilk çeyreğinde yüzde 4,1 oranında artış kaydedilirken, yılın ikinci çeyreğinde ise yüzde 0,2 oranında azalış gerçekleşmiştir. Enerji Emtia Fiyat Endeksinde ise aynı dönemlerde sırasıyla yüzde 23,6 ve yüzde 50,3 oranlarında azalma yaşanmıştır. Bu gelişmede, Kovid-19 kaynaklı olarak küresel ölçekte talepte meydana gelen daralma ve arz kısıntıları etkili olmuştur.

Grafik 4: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100)




Kaynak: IMF

2020 yılı ilk yarısında Enerji Dışı Emtia Fiyat Endeksinde yaşanan gelişmelerde Kıymetli Madenler grubu fiyatlarında yaşanan gelişmeler belirleyici olmuştur. Altın fiyatları, 2020 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 21,4 ve yüzde 30,6 oranlarında artarak, genel endeksteki seyri belirlemiştir. Altın fiyatları, son yedi yılın en yüksek seviyelerini yakalamıştır. Altın fiyatlarındaki bu ivme; Kovid-19 salgınının yol açtığı ekonomik daralma, merkez bankaları ve hükümetlerin uzun vadeli borçlanmayı teşvik edici müdahalelerinden ve yatırımcıların güvenli liman olarak gördükleri altın destekli Borsa fonlarına (ETF) yönelmelerinden kaynaklanmaktadır.

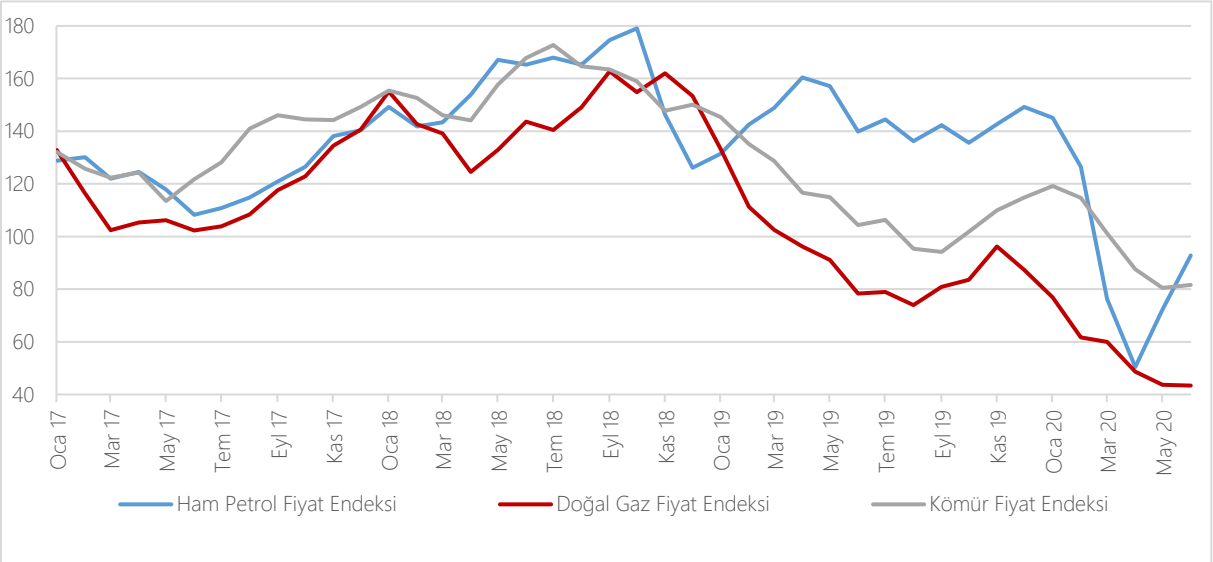
Diğer taraftan, Endüstriyel Girdiler grubu fiyatlarında ana metal fiyatlarında yaşanan değişimlere paralel olarak aynı dönemde sırasıyla yüzde 4,3 ve yüzde 12,1 oranlarında azalış yaşanmıştır. Endüstriyel Girdiler grubunun görece daha ılımlı seyir izlemesinde demir ve bakır fiyatlarındaki gelişmeler etkili olmuştur. Başta otomotiv sektörü olmak üzere Çin ekonomisinin salgından görece daha çabuk toparlanmasıyla birlikte demir ve bakır fiyatları diğer emtialardan ayrışarak yükselen bir seyir izlemiştir. Enerji Dışı Emtia Fiyat Endeksinin son alt grubu olan Gıda ve İçecekler grubu fiyatları ise görece yatay bir seyir izlemiştir. Söz konusu grup fiyatları 2020 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,7 oranında artarken, yılın ikinci çeyreğinde ise yüzde 3 oranında düşüş kaydetmiştir.

2020 yılı ilk yarısında Enerji Emtia Fiyat Endeksinde yaşanan gelişmelerde Ham Petrol grubu fiyatlarında yaşanan gelişmeler dikkat çekicidir. 2020 yılı Mart ayından bu yana petrol fiyatlarında, benzeri görülmemiş bir düşüş yaşanmıştır. Ham petrol fiyatlarındaki çöküş çoğunlukla talep kaynaklı olmuştur. Bununla birlikte arz kaynaklı olarak, OPEC ve Rusya arasında üretim kısıntısı konusunda uzlaşı sağlanmasının gecikmesi de fiyatlardaki düşüşü desteklemiştir. Küresel enerji talebindeki çöküşle birlikte, küresel petrol stoklarının olası arz fazlasına yol açması ise özellikle Nisan ayında petrol fiyatlarının tarihi seviyelere gerilemesine neden olmuştur. Bu tarihten itibaren gerek arz gerekse talep yönlü olumlu gelişmeler neticesinde petrol fiyatlarında sınırlı bir dengelenme yaşanmıştır.

Kovid-19 salgını yayıldıkça talep yönlü sıkıntılar ve arz yönlü sorunlar ile küresel ekonomik görünümün hızla bozulmasına ve enerji fiyatlarında keskin bir düşüşe sebep olmuştur. Ham petrol fiyatları, 2020 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 17,7 ve yüzde 52,9 oranlarında azalarak genel endeksteki seyri belirlemiştir. Bununla birlikte, Enerji Emtia Fiyat Endeksinin diğer alt grupları olan Doğal Gaz ve Kömür grupları fiyatlarında da petrol endeksine benzer eğilimler gözlenmiştir. Doğal Gaz fiyatlarında Ocak 2020 tarihinden Mayıs 2020'ye kadar yaklaşık yüzde 40'lık düşüş kaydedilmiştir. Bu düşüşün ana sebepleri ile ham petrol fiyatlarındaki düşüşün arasında benzerlikler bulunmaktadır.

Uluslararası Para Fonu *(IMF)* Dünya Ekonomik Görünümü Raporu Haziran güncellemesinde Ham Petrol Fiyat Endeksi için, 2020 yılında yüzde 41,1 oranında daralma beklerken, 2021 yılında ise yüzde 3,8 oranında artış beklenmektedir. Enerji Dışı Emtia Fiyat Endeksi için ise IMF, 2020 yılında yüzde 0,2 oranında, 2021 yılı için ise yüzde 0,8 oranında artış tahmin etmektedir. Söz konusu tahminler ve ilgili grupların ağırlıkları dikkate alındığında, Temel Emtia Fiyat Endeksinde 2020 yılında yaklaşık yüzde 16,7 oranında daralma, 2021 yılında ise yaklaşık yüzde 1,7 oranında artış beklenildiği hesaplanmıştır[2].

Grafik 5: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100)




Kaynak: IMF

## 2.5 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörüleri

Uluslararası kuruluşların tahminlerinde, artan belirsizliğin yarattığı güven kaybı sonucunda tüketim ve yatırımlardaki gerileme, birçok işyerinin kapanması ve tedarik zincirinin bozulması nedeniyle azalan üretim ile ülkeler arası hareketlilik kısıtlamaları nedeniyle çöken turizm sektörünün yarattığı tahribat öne çıkmaktadır.

IMF, Dünya Ekonomik Görünüm *(WEO)* Raporu Haziran ayı güncellemesinde Nisan 2020 küresel küçülme tahminini negatif yönde 1,9 puan revize ederek yüzde -4,9'a çekmiştir. Raporda Kovid-19 salgınının etkilerinin 2020'nin ilk yarısında bir önceki raporda beklenenden daha derin olacağı ve toparlanma sürecinin ise daha yavaş gerçekleşeceği öngörülmüştür.

[2] Konjonktür Değerlendirme Dairesi tarafından hesaplanmıştır.

IMF gelişmiş ekonomilerde 2020 yılı küçülme beklentisi bir önceki rapora göre 1,9 yüzde puan aşağıda yüzde -8'e revize etmiştir. Başlıca ülkelere ait daralma beklentileri ise ABD için yüzde -8,0; Japonya için yüzde -5,8; İngiltere için yüzde -10,2; Almanya için yüzde -7,8; Fransa için yüzde -12,5; İtalya ve İspanya için ise yüzde -12,8 olarak açıklanmıştır.

IMF Gelişen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler grubunda küçülmenin 2020 yılında, yüzde -3,0 olacağını öngörmektedir.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) 10 Haziran 2020 tarihinde "Ekonomik Görünüm" Raporunu yayımlamış ve Çin'de başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan Kovid-19'un meydana getirdiği olumsuz etkiler sebebiyle 2020 yılı küresel büyüme tahminlerini tarihi rekor seviyede aşağı yönlü revize etmiştir.

OECD olağanüstü belirsizliklerle karşı karşıya kalınan bu dönemde Ekonomik Görünüm Raporunda her zamankinden farklı olarak iki olası senaryo ortaya koymuştur. Birinci senaryo, virüsün etkilerinin azaldığı ve kontrol altına alındığı bir 2020 yılı senaryosu öngörürken; ikinci senaryo ise 2020 yılının dördüncü çeyreğinde ikinci bir Kovid-19 dalgasının patlak verdiği ve ekonomilerin tekrar kapanmaya zorlandığı bir durumu öngörmüştür.

OECD tahminlerine göre, 2019 yılı Kasım ayındaki raporda 2020 yılında yüzde 2,9 büyümesi beklenen dünya ekonomisinin, son raporda yer alan tek dipli senaryoya (birinci senaryo) göre yüzde 6 oranında, çift dipli senaryoya göre ise yüzde 7,6 oranında daralması öngörülmektedir. Her iki senaryoda da ekonomik faaliyetlerin mevcut koşullar altında hızlı bir şekilde normale dönemeyeceği tespitini yapan OECD, 2021 yılının sonuna gelindiğinde ekonomilerdeki gelir kaybının, son 100 yıl içinde, savaş dönemleri hariç tutulduğunda, devletler, firmalar ve hanehalkı tarafından ciddi şekilde hissedileceği en zor dönemlerden birisi olacağı vurgulanarak oldukça kötümser bir tablo çizmiştir.

Öte yandan, önceki raporda yüzde 1,6 oranında artacağı tahmin edilen 2020 yılı reel dünya ticaret hacminin, sınırların kapatılması ve taşımacılık faaliyetlerinin sınırlandırılması sonucunda tek dipli senaryoda yüzde -9,5 ve çift dipli senaryoda yüzde -11,4 oranında gerileyeceği tahmin edilmiştir.

Dünya Bankası yayınladığı Küresel Ekonomik Beklentiler raporunda salgınının yarattığı hızlı ve büyük şok dalgası ile salgına karşı alınan önlemlerin ekonomileri ciddi bir daralmaya sürüklediğine işaret ederek, küresel ekonominin 2020 yılında İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana en derin durgunluğu ifade eden yüzde 5,2 oranında küçüleceğini öngörmüştür. Salgının beklenenden daha geç kontrol altına alındığı durumda ise Dünya Bankası, küresel resesyonun daha derin olacağı uyarısında bulunmuştur. Dünya Bankası raporunda, salgının uzun vadeli olası sosyo-ekonomik olumsuz etkilerine dikkat çekerek, artan belirsizliklerin yol açabileceği yatırım harcamalarındaki çöküşün, insan sermayesinde oluşacak erozyonun, ticaret ve tedarik zincirinin kopmasının uzun dönem büyüme beklentilerini zayıflatacağını dile getirmiştir.

Tablo 1: Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri

| | 2020 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | DB | IMF WEO | OECD (Tek Dip) | OECD (Çift Dip) |
| Büyüme | -5.2 | -4,9 | -6,0 | -7,6 |
| Fiyat | | 3,0 | 1,1 | 1,1 |
| Dış Ticaret Hacmi | -13,4 | -11,0 | -9,5 | -11,4 |
| İşsizlik | 7,4 | | 9,2 | 10,0 |

Kaynak: IMF, OECD, Dünya Bankası

Bugünkü toparlanma politikalarının önümüzdeki 10 yılda ekonomik ve sosyal beklentileri şekillendireceğini iddia eden IMF, OECD ve Dünya Bankası raporlarında, aşırı uzlaşmacı para

politikaları ve daha yüksek kamu borcu gerektiren maliye politikalarının uygulamaya konulacağını dile getirmişlerdir. Raporlarında, yapılan harcamaların daha sağlam bir ekonomiye geçiş için gerekli yatırımları destekleyecek şekilde hedeflenmesi gerektiğine ve kamu desteklerinin şeffaf ve adil olması gerektiğine vurgu yapmışlardır.

Ekonomik toparlanmanın güven olmadan sağlanmasının mümkün olmadığını ifade eden uluslararası raporlar hem ulusal hem de uluslararası düzeyde güvenin artırılması gerektiğine vurgu yapmışlardır. Raporlarda virüse karşı bulunacak aşı ile ilgili mücadelede küresel işbirliği ve çok taraflı diyaloğun daha geniş bir şekilde yeniden başlatılmasının önemi dile getirilmiş, aşı bulunmadığı sürece dünyadaki politika yapıcıların ince bir ip üzerinde yürümeye devam edeceği ifade edilerek bekleyen tehlike işaret edilmiştir.

Salgının yayılma hızı göz önüne alındığında, geçim kaynakları, iş güvenliği ve gelir eşitsizliği üzerinde uzun süreli olumsuz sonuçları olacağı açıktır. Daha etkili politika eylemleri, bu beklentilerin bozulmasını yavaşlatmaya yardımcı olabilir. Aynı zamanda, salgın ve bunun farklı sektörler üzerindeki etkilerine ilişkin önemli belirsizlik göz önüne alındığında, politika etkinliğini en üst düzeye çıkarmak önem arz etmektedir.

# 3 Bölgesel Görünüm

## 3.1 Gelişmiş Ekonomiler

### 3.1.1 ABD

2019 yılı dördüncü çeyrekte yıllık yüzde 2,3 oranında büyüyen ABD ekonomisi, 2020 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,3 oranında daralma kaydetmiştir[3]. 2020 yılı ilk çeyreğinde ise 2019 yılı dördüncü çeyreğe göre yüzde 5 oranında daralarak uzun süreli bir büyüme döneminin sonuna gelinmiştir. Kovid-19 salgını neticesinde hayata geçirilen kısıtlamalar nedeniyle bu düşüş 2008 yılı son çeyreğinden bu yana GSYH'de kaydedilen en keskin düşüş olmuştur. Salgın döneminde petrol fiyatlarında kaydedilen çöküş, ABD'deki petrol sektörüne ilişkin yatırımların baskılanmasına yol açmıştır. Bu dönemde, ABD Merkez Bankası (Fed) faiz oranını sıfıra yakın tutmuş ve finansal sistemde oluşabilecek tahribatı engellemek için kapsamlı önlemler açıklamıştır.

ABD Merkez Bankası (Fed) 2020 yılı Mart ayı içerisinde politika faizinde önce 50 baz puan, ardından 100 baz puan olmak üzere iki kez indirim yaparak, politika faizini yüzde 0 ila yüzde 0,25 aralığına çekmiş ve finansal sistemde oluşabilecek tahribatı engellemek için kapsamlı önlemler açıklamıştır. Finansal piyasaların kredi aracılık faaliyetini etkin şekilde yerine getirmeye devam etmesi hedefi çerçevesinde Fed, hazine bonosu alımları ile büyük ölçekli varlık alımlarına başlamıştır. ABD dışında ABD doları cinsinden fon ihtiyacını karşılamak amacıyla, aralarında gelişmekte olan ülkelerin de bulunduğu bazı merkez bankaları ile para takası (swap) anlaşmaları yapmıştır. Ayrıca yabancı ve uluslararası para otoritelerine geçici repo olanağı sunulmuştur.

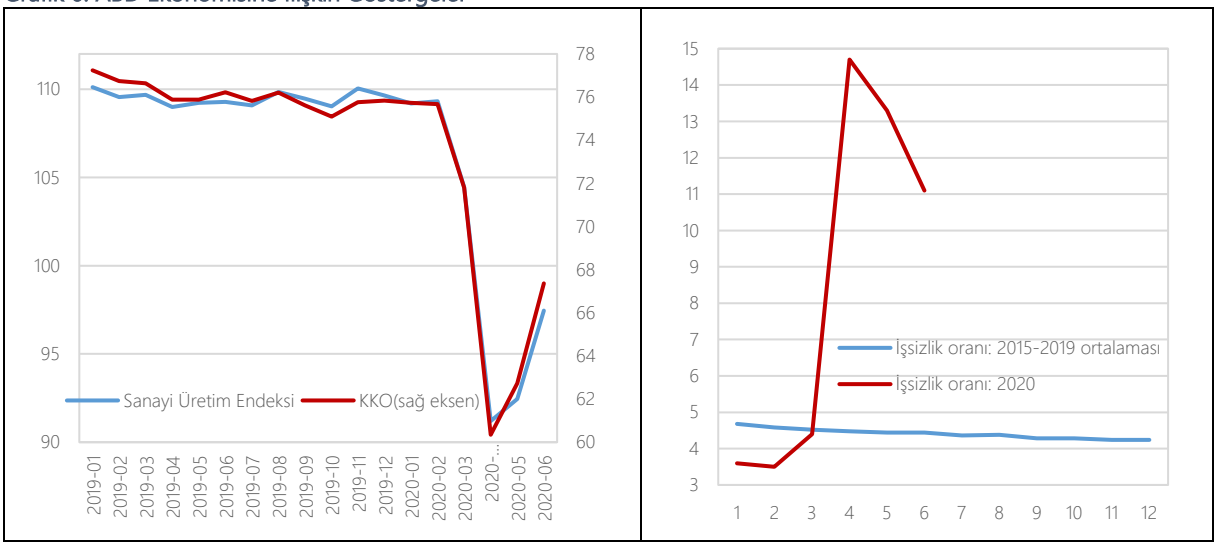
Küçük işletmelere kredilerine, sağlık hizmeti sağlayıcılarına ve Kovid-19 testine ek finansman sağlamak amacıyla 483 milyar dolar tutarında Maaş Koruma Programı ve Sağlık Bakım Geliştirme Yasası yürürlüğe konmuştur. Pandemiden etkilenen bireyler, aileler ve işletmeler için acil yardım ve sağlık hizmeti sağlamak üzere GSYH'nın yaklaşık yüzde 11'i büyüklüğünde (yaklaşık 2,3 trilyon dolar) salgına karşı yardım yasası (Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act ("CARES Act")) ile ABD tarihinin en büyük ekonomik teşvik paketi onaylanmıştır. Virüs testi, hastalık kontrol ve önleme merkezlerine destek, hastalık nedeniyle oluşacak işsizlik sürecinde mali destek, gıda

[3] Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilerle bir önceki çeyreğe göre yüzde değişim.

yardımı ve Küçük İşletme İdareleri kredi sübvansiyonlarının genişletilmesi gibi eylemleri kapsayan; ve birlikte GSYH'nın yüzde 1'ine denk gelen 8,3 milyar dolarlık Koronavirüs Hazırlık ve Müdahale Ek Tahsisler Yasası (Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act) ve 192 milyar dolarlık Aileler Koronavirüs İlk Müdahale Yasası (Families First Coronavirus Response Act) açıklanmıştır.

2020 yılı birinci çeyrekte düşüşe geçmeye başlayan imalat ve hizmet PMI endeksleri Nisan ayında Kovid-19 etkisiyle rekor düşük seviyelere gerilemiştir. Mart ayında 48,5 olan imalat PMI endeksi Nisan ayında 36,1 düzeyi ile son 11 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. İmalat ve hizmet PMI endeksleri Mayıs ve Haziran aylarındaki yukarı yönlü eğilimi işaret etmesine rağmen PMI'nın henüz salgın öncesi seviyelerine ulaşmadığı görülmektedir.

Grafik 6: ABD Ekonomisine İlişkin Göstergeler




Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics

ABD'de sanayi üretimi, kapasite kullanım oranları ve perakende satışlar Nisan ayından itibaren yukarı yönlü hareket etmişse de henüz salgın dönemi öncesi seviyelerin uzağında bir görünüm sergilemektedir.

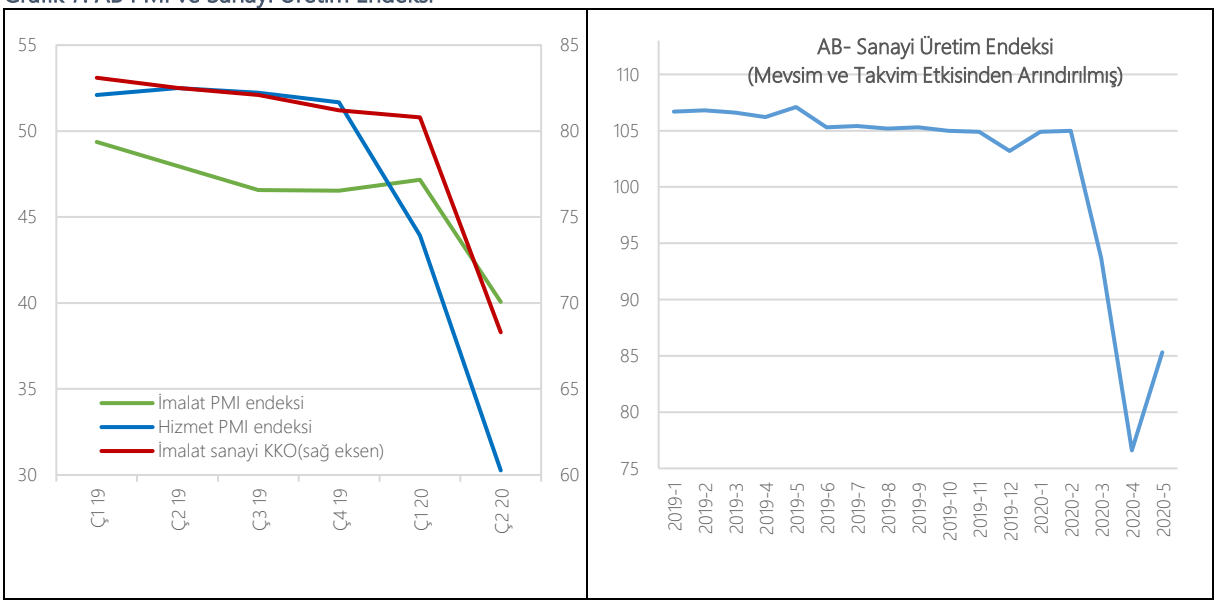
ABD eğlence sektöründeki faaliyetlerin ve yolcu taşımacılığının azalmasındaki etki ile de işsizlikte benzeri görülmemiş keskin bir artış meydana gelmiş ve istihdam piyasasındaki istikrarlı görünüm ortadan kalkmıştır. Şubat ayında yüzde 3,5 olan işsizlik oranı Mart ayında yüzde 4,4 seviyesine, Nisan ayında ise 1948 yılından bu yana görülen en yüksek seviyesine ulaşarak yüzde 14,7 seviyesine ulaşmıştır. Genç işsizlik oranı ise Nisan ayında yüzde 27,4'e yükselmiştir. Kovid-19 salgınına karşı alınan önlemlerin gevşetilmesi ve ekonominin normale dönmesinin etkisiyle Mayıs ve Haziran aylarında işsizlik oranı kademeli olarak düşmüştür. Bununla birlikte, Grafik 6'dan da görüleceği üzere işsizlik oranı son beş yıl ortalamalarının hayli üzerinde gerçekleşmektedir.

### 3.1.2 Avro Bölgesi

Başta İtalya, İspanya ve Fransa olmak üzere Avro Bölgesi genelinde yaygın virüs salgınları hükümetleri birçok diğer ülkenin yaptığı gibi sokağa çıkma kısıtlamaları, eğitime ara verilmesi ve sınırların kapatılması gibi çeşitli önlemleri almaya zorlamıştır. Bu önlemler turizm sektörüne duyarlı olan bazı Avrupa ekonomilerinin yurtiçi ekonomik aktivitelerin bozulmasına yol açmıştır. 2019 yılı dördüncü çeyreğinde yıllık olarak yüzde 0,9 oranında büyüyen Avro Bölgesi ekonomisi, 2020

yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 3,6 küçülme kaydetmiştir.[4] Geçici iş yeri kapanmaları ile hareketliliği azaltıcı Kovid-19 salgınını önlemeye yönelik önlemler sebebiyle Şubat 2009'dan bu yana üretimde ve yeni siparişlerde sert düşüşler yaşanmıştır. 2020 Nisan ayında imalat PMI endeksi 33,4'e düşerken, hizmet PMI endeksi 12 seviyesi ile tarihi düşük seviyelere gerilemiştir. Mayıs ve Haziran aylarındaki toparlanmanın etkisiyle ortalama imalat ve hizmet endeksleri ikinci çeyrekte 40,1 ve 30,3'e yükselmiştir.

Grafik 7: AB PMI ve Sanayi Üretim Endeksi




Kaynak: Bloomberg ve ECB

Yukarıdaki grafikten görüleceği üzere imalat sanayii kapasite kullanım oranı yılın ilk çeyreğindeki 80,8 seviyesinden yılın ikinci çeyreğinde 68,3'e gerilemiştir. AB sanayi üretim endeksi Nisan ayında dibi gördükten sonra yükseliş gerçekleşmişse de henüz salgın öncesi ortalamaların hayli altında bir görünüm sergilemektedir. Nisan ayındaki keskin düşüş tüm üye ülkelere yayılan bir görünüm sergilerken İtalya, Almanya, İspanya ve Fransa'daki sanayi üretim endekslerindeki düşüş AB ortalamasındaki düşüşten daha derin olmuştur.

ABD'nin aksine, büyük ölçüde kısa süreli çalışma politikalarının yaygın kullanımı sayesinde işsizlikteki artış daha ılımlı olmuştur. Yılın ilk üç ayında ortalaması yüzde 6,4 olan işsizlik oranı, Nisan ve Mayıs ayında sırası ile yüzde 6,6 ile yüzde 6,7 olmuştur.

AB Komisyonu, üye ülkelerdeki en kırılgan kesimlere yönelik 37 milyar avro büyüklüğündeki kaynakların harekete geçirilmesi için Koronavirüs Müdahale Yatırım Girişimi *(Coronavirus Response Investment Initiative-CRII)* ve CRII+ yürürlüğe konmuştur. Ayrıca, AB Dayanışma Fonunun kapsamı halk sağlığı acil durumlarını kapsayacak şekilde genişletilerek olası avans ödemeleri 2020 yılında 800 milyon avroya kadar artırılmıştır. KOBİ finansmanını desteklemek amacıyla Avrupa Yatırım Fonu'na (EIB) 1 milyar avro teminat verilmiştir. Avrupa Yatırım Bankası (EIB) Grubu, KOBİ'ler için likidite ve işletme sermayesi kısıtlamalarını hafifletmek üzere 40 milyar avroya kadar finansman sağlama planını açıklamıştır. Ayrıca AB maliye bakanları AB genelinde şirketler (özellikle KOBİ'ler) için 200 milyar avroya kadar finansmanı destekleyecek 25 milyar avro tutarında bir garanti fonu oluşturma önerisini onaylamıştır. Avrupa Komisyonu, 2019 yılı GSYH'nın yaklaşık yüzde 5,5'i değerinde olan 750 milyar avroluk bir kurtarma planı önerisini sunmuştur. Yeni nesil AB olarak

[4] Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilerle bir önceki çeyreğe göre yüzde değişim.

adlandırılan bu plan, daha önce önerilen bütçe programlarının bazılarını güçlendirerek ve yeni araçlar yaratarak 2021-2027 AB bütçesine dahil edilmiştir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), pandemi nedeniyle hisse senedi, tahvil, döviz ve para piyasalarındaki beklenmedik fiyat hareketleri ve likidite daralması karşısında, finansal piyasaların faaliyetlerini sorunsuz yerine getirebilmek ve salgından en çok etkilenen firmaları ve hanehalkını destekleyebilmek için bankacılık sistemine yönelik önemli adımlar atmıştır. Bu doğrultuda, Mart ayında 750 milyar avro büyüklüğündeki Pandemi Acil Durum Alım Programını (PEPP) açıklamış, akabinde Haziran başında yapılan toplantıda PEPP için enflasyon görünümündeki pandemi kaynaklı bozulmaya karşı para politikası duruşunu daha da kolaylaştırmak için programı 600 milyar avro artırarak yaklaşık 1,4 trilyon avroya çıkarmaya karar vermiştir. Programın en erken Haziran 2021 sonuna kadar uygulamada olacağı ve program çerçevesinde alınmış varlıkların anapara ödemelerinin 2022 sonuna kadar yatırıma yönlendirilmeye devam edileceği açıklanmıştır. Ayrıca ECB, hedeflenen uzun vadeli yeniden finansman operasyonlarının (TLTRO III) koşullarını kolaylaştırmış ve bir dizi yeni hedeflenmemiş pandemik acil durum uzun vadeli yeniden finansman operasyonu (PELTROs) başlatmıştır. Haziran ayı sonunda politika faizi yüzde 0, mevduat faizi ise eksi yüzde 0,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Denetime tabi bankaların reel sektöre finansman sağlama işlevini yerine getirebilmesi için sermaye ve likidite tamponlarının tamamını kullanabilmelerine geçici olarak izin vermiş ve bankaların sermaye düzeyi, sermaye koruma tamponu ve likidite karşılama oranı uygulamalarını gevşetmiştir.

### 3.1.3 Japonya

2019 yılı dördüncü çeyreğinde yıllık yüzde 0,7 oranında küçülen Japonya ekonomisi, 2020 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 0,6 oranında küçülmeye devam etmiştir[5]. Salgının etkisiyle Japonya ekonomisinin 2020 yılında özellikle yılın ikinci yarısında öngörülen katma değerdeki düşüş tarihsel olarak en keskin küçülmelerinden birini yaşayacağı tahmin edilmektedir. Bu gelişmede, artan kısıtlayıcı tedbirlerin iç talepte yarattığı gerileme ile belirgin düşüş gösteren dış talebin etkili olması beklenmektedir. Ayrıca, Tokyo 2020 yaz olimpiyatlarının salgın nedeniyle ertelenmesi 2020 yılı ekonomik büyümesine olumsuz etki yapacağı düşünülmektedir.

Japonya Merkez Bankası *(BOJ)* salgının ekonomik etkisini sınırlandırmak için sınırsız miktarda devlet tahvili ve yıllık 12 trilyon yen borsa yatırım fonları *(ETF)* ile yıllık 180 milyar yen Japon gayrimenkul yatırım fonları *(J-REIT)* alımına devam edeceğini açıklamış, politika faizini negatifte tutmaya devam etmiştir. BOJ, 2 trilyon yen tutarında şirket tahvili ve 3 trilyon yen tutarında şirket bonosu alımlarına da devam edeceğini, ayrıca Mart 2021 sonuna kadar her biri için 7,5 trilyon yen tutarında ek alım yapacağını açıklayarak, 2020 Ocak ayından bu yana bilançosunun büyüklüğünü belirgin biçimde artırmıştır. BOJ, yıllık enflasyonun yüzde 2 hedefini aşana ve istikrarlı bir şekilde hedefin üzerinde kalana kadar parasal tabanın genişletilmesine devam edeceğini ilan ederken, hükümet ise salgının ülke içindeki etkisini hafifletmek için GSYH'nın yaklaşık yüzde 40'ı değerinde mali destek paketlerini açıklamıştır.

[5] Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilerle bir önceki çeyreğe göre yüzde değişim.

Grafik 8: Japonya PMI ve Sanayi Üretim Endeksi

Kaynak: Bloomberg

2019 yılı dördüncü çeyrekten beri düşmeye devam eden Japonya imalat ve hizmet PMI endeksleri 2020 yılı ikinci çeyrekte 40,1 ve 31'e gerilemiştir. İkinci çeyrekte ortalama hizmet PMI endeks beklenildiği gibi, ortalama imalat PMI endeksine kıyasla belirgin bir düşüş kaydetmiştir. Sanayi üretimi ile kapasite kullanım oranları da önemli düşüşler göstermiştir. Hanehalkı harcamaları 2020 Mayıs ayında bir önceki yıla göre yüzde 16,2 azalarak 2001 yılından bu yana en hızlı azalışı gerçekleştirirken, Kovid-19 salgınının etkisiyle konaklama, ulaşım ve lokanta harcamalarında hissedilir zayıflama yaşanmıştır.

## 3.2 Gelişmekte olan Ekonomiler

IMF, Küresel Ekonomik Görünüm Raporu Haziran güncellemesinde gelişmekte olan ekonomiler için 2020 yılı küçülme tahmini Nisan raporuna göre -2 puan revize ederek yüzde -3 oranına çekmiştir. 2020 yılının tamamında Çin'de büyüme oranının 2020 yılı için yüzde 1 olacağı tahmin edilmektedir. Hindistan ekonomisinin beklenenden daha yavaş bir toparlanma sergileyeceği ve yüzde 4,5 oranında daralacağı öngörülmektedir. Çoğu ülkenin hala vakaları kontrol altına almak için mücadele ettiği Latin Amerika'da, Brezilya ve Meksika ekonomilerinin 2020'de sırasıyla yüzde 9,1 ve 10,5 oranında sert daralması beklenmektedir. Petrol fiyatlarındaki ani düşüşün petrol ihracatçısı gelişmekte olan ekonomilerin gelirlerini belirgin bir şekilde düşürmesinin yanında yaşanan ekonomik aksaklıklar nedeniyle Rusya için sert bir resesyonun beklendiği ve ekonomisinin yüzde 6,6 küçüleceği öngörülmektedir. Güney Afrika'nın da salgından ağır bir şekilde etkileneceği ve yılı yüzde 8,8 oranında bir daralma ile kapatması beklenmektedir. Dünya bankası tahminlerine göre ise gelişmekte olan ekonomiler 2020 yılında yüzde -2,5 oranında küçüleceklerdir.

Ülkelerin ağır borç yükünün salgın nedeniyle artan kamu harcamaları yüzünden daha da ciddileşebileceği hususu bu dönemde öne çıkarken, turizm sektöründeki toparlanmanın gecikmesi durumunda ise sektöre bağımlı ülkelerdeki krizden çıkışın zaman alabileceği değerlendirilmektedir.

### 3.2.1 Çin

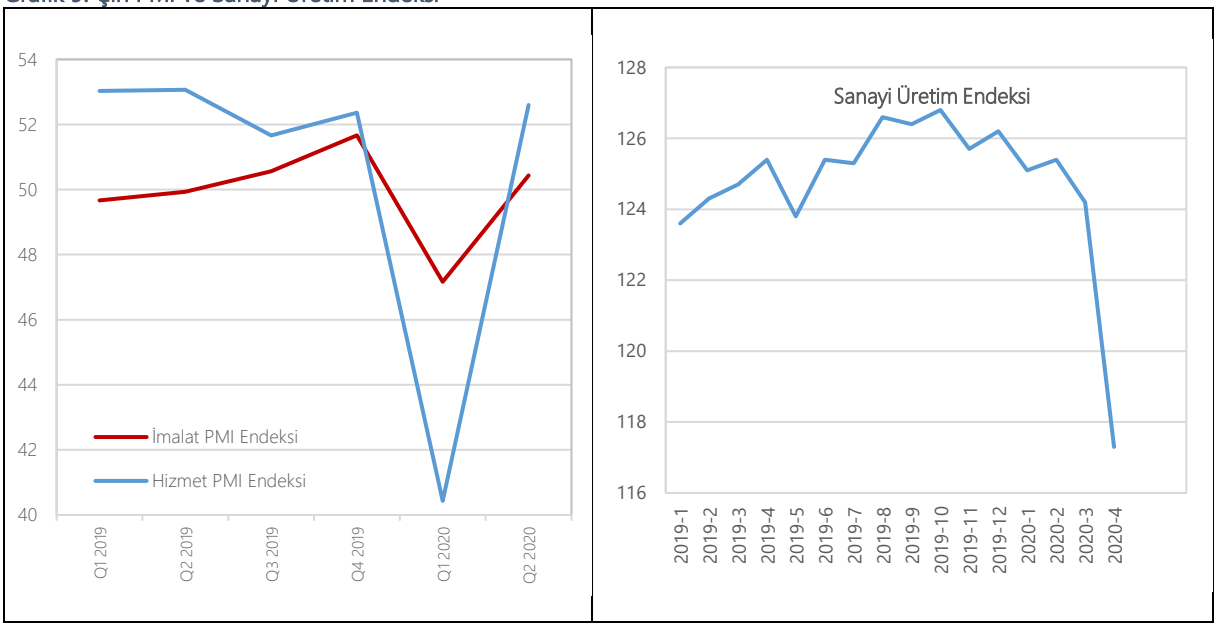
2019 yılının Aralık ayında Çin'de başlayan Kovid-19 salgını, insan sağlığına verdiği zararların yanında ekonomik yıkımı da beraberinde getirmiştir. Salgının yıkıcı sonuçlarını ilk deneyimleyen ülke olarak Çin, salgın ile mücadelede uyguladığı politikalarla belirli farklar yarattıysa da, bu politikalar birtakım ekonomik ödünleşimleri de beraberinde getirmiştir. Çin salgının merkezi olan Vuhan'ı tamamen kapatarak ilk bölgesel karantina uygulamasıyla ekonomik aktiviteyi olağanüstü

yavaşlatma hususunu da ilk deneyimleyen ülke olmuştur. Dolayısıyla, sınai üretim ve perakende satışlar arz ve talebin düşmesiyle bu negatif şoktan payını almış ve tarihi düşüş yaşamışlardır. Çin ekonomisi 2008 Küresel Krizi'ne göre daha kötü bir tablo ile karşı karşıyadır. Bunun sebebi, Kovid-19 şokunun hanehalkını, iş dünyasını, finans kurumlarını ve tüm piyasayı aynı zamanda etkilemesidir. Ayrıca belirtmek gerekir ki Çin, bazı gelişmiş ekonomilerdeki politikacılar tarafından salgını yeterince erken duyurmamak ve uluslararası toplumla gerektiği şekilde işbirliği yapmamakla suçlanmıştır.

Pandemi dolayısıyla tüm dünyada, şirketlerin nakit akışlarının bozulma tehlikesi söz konusu olmuştur. Önlem olarak genelde merkez bankaları devreye girip politika faizlerini indirmeye başlamışlardır. Bu çerçevede Çin Merkez Bankası (PBOC) da Mart ayında ters repo faiz oranını yüzde 2.40'tan yüzde 2.20'ye düşürerek 20 baz puanlık indirime gitmiştir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarında da indirime giderek kredi verilmesini kolaylaştırmıştır. Böylelikle, küçük ve orta ölçekli firmalar ile turizm sektöründeki firmaların likidite sıkışıklığı rahatlatılmaya çalışılmıştır. Ancak, PBOC muadil büyüklükteki ekonomilerle karşılaştırıldığında daha ihtiyatlı bir parasal genişleme politikası izlemektedir.

Tüm bu yaşananlar sonucunda Çin ekonomisi salgından dolayı ağır bir şekilde sarsılmış ve 2020 ilk çeyreğinde yıllık bazda yüzde 6,8 küçülmüştür. Bu, Çin'de 1976'dan beri yaşanan ilk daralmaya ve resmi çeyreklik GSYH rakamlarının açıklanmaya başladığı tarih olan 1992'den beri görülen en kötü performansa işaret etmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise ülkenin ekonomisi geçen yılın son çeyreğine kıyasla 2020 birinci çeyreğinde yüzde 10 daralmıştır. Sanayi kapasite kullanım oranı 2019'un son çeyreğindeki yüzde 77,5'ten 2020 ilk çeyreğinde yüzde 67,3'e gerilemiştir. Sonuç olarak sanayi üretimi yıllık yüzde 8,4 düşmüştür. Ayrıca, perakende satışlar ilk çeyrekte yüzde 19 düşerek ekonomik daralmaya etki etmiştir. Çin'de PMI 2019 son çeyreğinden sonra sert bir şekilde gerilemiştir. Ocak 2020 de 0,2 puan hafif bir azalışın ardından, Şubat'ta 14,3 puanlık düşüşle endeksin ilk hesaplandığı 2004 Nisan ayından bu yana kaydedilen en düşük seviye gözlenmiştir.

Grafik 9: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi




Kaynak: Bloomberg

Bununla birlikte, Mart ayında salgının kontrol altına alınmaya başlanmasından dolayı İmalat PMI göstergesi Nisan'dan sonra Mayıs ve Haziran'da sırasıyla 50,7 ve 51,2 seviyelerine çıkarak iş dünyasında yeniden istikrar sağlanmaya başladığını işaret etmiştir. Sanayi üretim endeksi de bu eğilimi desteklemiş, salgın sonrası üst üste üç aydır pozitif büyüme kaydedilmiştir.

Kovid-19 salgınının etkilerinin yanı sıra, ABD ile yaşanan ticaret savaşları da 2020 yılında Çin'in ekonomisinin gündem maddelerinden biri olmuştur. 2018'in ortalarından bu yana, Çin ve ABD birbirlerinin ürünlerine sürekli olarak farklı ticaret engelleri koymaktadırlar. Eylül 2019'da Çin ve ABD'nin ek gümrük vergileriyle birbirlerine misilleme yapmaları sonucu gerginlikler zirveye ulaşmıştır. Sonuç olarak, iki ülke arasındaki ticaret 2019 yılında bir önceki yıla göre yüzde 15,3 (yaklaşık 101 milyar ABD doları) küçülmüştür. 2020 Ocak ayından beri tarifelerde gevşemeler olsa da, iki ülke arasındaki ticaret hacimleri 2020 yılının ilk üç ayında toparlanmamıştır. Bunun sebebi esas olarak Çin'de başlayan Kovid-19 salgınıdır. Spesifik olarak, toplam Çin-ABD ticareti yıllık bazda birinci çeyrekte yüzde 20,3 düşmüştür. Birinci faz ticaret anlaşması ile ABD ve Çin'in verdiği taahhütler açığa kavuşturulmuştur: ABD firmaları için Çin'in finansal hizmetler ve tarım pazarına erişim ve Çin'in ihracatını artırmak için para birimini manipüle etmeyeceği sözünü vermiş, karşılığında, ABD Çin mallarına uyguladığı vergileri kaldıracağını taahhüt etmiştir. Böylelikle, iki ülke arasındaki ticaret savaşı ve beraberinde getirdiği gerilimler bir süre sakinleşmiştir. Bununla birlikte, "Tek kuşak, tek yol" projesi ile başlayan, Hong Kong'un statüsü üzerinde eden tartışmalar ve son olarak deniz yetki alanları hususunda iki ülkenin çıkar çatışmaları ile devam eden anlaşmazlıklar küresel ekonomi üzerinde önümüzdeki dönemde bir belirsizlik yaratma potansiyeli taşımaktadır.

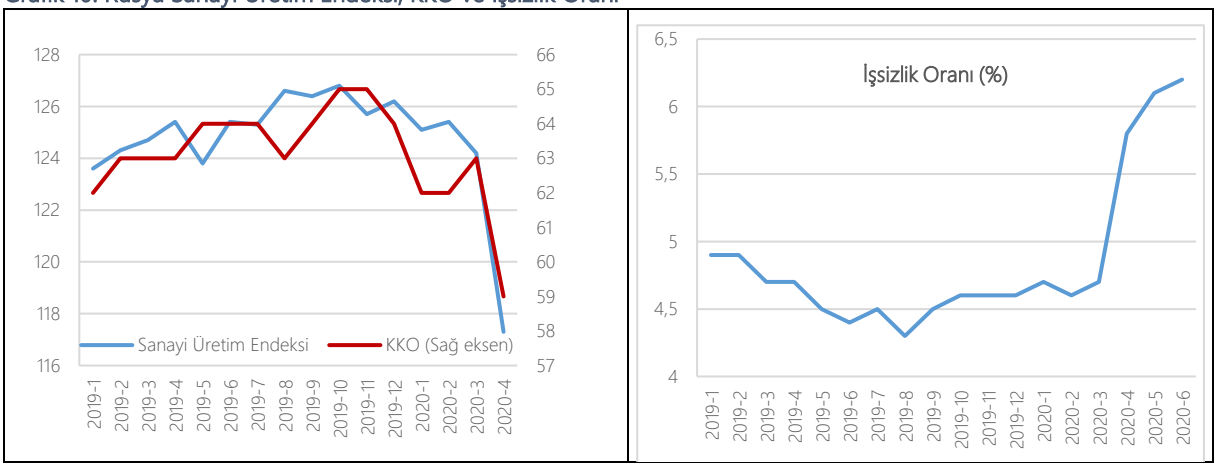
### 3.2.2 Rusya

Kovid-19'un Rusya'daki ekonomik faaliyet üzerindeki etkisi 2020'nin ilk çeyreğinde görece sınırlı olmuştur. Rusya ekonomisi, 2020 birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 1,6 büyümüştür. Bir önceki çeyreğin yüzde 2,1 genişlemesine kıyasla ilk çeyrekteki yavaşlama, esas olarak Kovid-19 salgınını dizginleme amaçlı kısıtlama önlemlerinden kaynaklanmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış büyüme oranı ise son bir yılın en düşüğü olan yüzde 0,3 oranında gerçekleşmiştir.

İlk çeyrekteki ekonomik aktivitedeki ivme kaybı büyük ölçüde madencilik, elektrik arzı ve ulaştırma sektörlerinden kaynaklanmıştır. Bununla birlikte, imalat, perakende, toptan ticaret ve finans sektörlerindeki üretim artışları genel ekonomik daralmayı yavaşlatmıştır. Buna ilave olarak, Kovid-19 krizi, yurtiçi faaliyetler ile yurtdışı talebin yılın ikinci çeyreğinde çökmesine yol açmıştır. Tarihin en derin GSYH daralmasının bu çeyrekte gözlenmesi beklenmektedir. Nitekim Dünya Bankası'nın Rusya için yayınlamış olduğu son raporda, Rusya Kalkınma Bakanlığı'nın Nisan ve Mayıs aylarına ilişkin GSYH büyüme tahminlerine yer verilmiş ve bu aylarda ekonominin sırasıyla yüzde 12,1 ve yüzde 10,9 küçüleceği öngörülmüştür.

Nisan ve Mayıs aylarındaki yüksek frekanslı göstergeler bütün sektörler için küçülmeye işaret etmiştir. Örneğin PMI endeksi 31,3 ile Nisan ayında tarihi rekor düşük seviyeye gerilemiştir.

Grafik 10: Rusya Sanayi Üretim Endeksi, KKO ve İşsizlik Oranı




Kaynak: Bloomberg

Kovid-19 salgını Rusya'da sanayi üretim endeksi, kapasite kullanım oranı ile işsizlik oranında ciddi bir kırılma yaşanmasına yol açmıştır. Nisan ayı ile birlikte üretim endeksi ile kapasite kullanım oranı gerilerken, işsizlik oranı ise belirgin bir artış göstermiştir.

Rusya Merkez Bankası (CBR), Kovid-19 salgınının ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini en aza indirebilmek amacıyla Nisan ayında politika faizini, önce 50 baz puan indirerek yüzde 6'dan yüzde 5,5'e, daha sonra Haziran ayında ise 100 baz puan indirerek yüzde 5,5'ten rekor dip seviye olan yüzde 4,5'e çekmiştir.

Petrol ihraç eden ülkelerin başında gelen Rusya, petrol fiyatlarındaki hareketlerden etkilenmektedir. Nitekim ham petrol fiyatlarının 2020 yılının başından Nisan ayına kadar sert bir şekilde düşmesi Rusya ekonomisine olumsuz etki yapmıştır. Hâlihazırda 2020'nin başlarında küresel petrol piyasasında yeni başlayan gerilimler mevcutken, petrol talebi salgın sonucu çökmüş ve salgının yayılmasını önlemek için gereken kısıtlamalar petrol talebinin yaklaşık üçte ikisini oluşturan ulaşım sektörünü tahrip etmiştir. Bazı ülkelerin sokağa çıkma yasağı kısıtlamalarını gevşetmeleri ve petrol üreticilerinin üretimde kesintiye gitmeleri nedeniyle Nisan ayından bu yana petrol fiyatlarında kısmi bir toparlanma yaşanmaktadır. Bununla birlikte, petrol fiyatlarındaki gözlenen düşük seviyeler ve kısıtlama önlemlerinin yurtiçi üretimi sınırlaması sonucunda, yılın ilk yarısında Rusya'nın cari işlemler fazlasının geçen yılın aynı dönemindeki 43,4 milyar ABD dolarından 22,3 milyar ABD dolarına gerilemesi beklenmektedir. 2020 yılının ikinci çeyreğinde sadece 600 milyon dolarlık bir cari işlemler fazlasının gerçekleşeceğinin tahmin edildiği Rusya ekonomisi, salgından belirgin şekilde olumsuz etkilenmiştir.

### 3.2.3 Brezilya

Brezilya'da ilk Kovid-19 vakası Şubat ayı sonlarında görülmüştür. Mayıs ayı sonlarına doğru ise vaka sayısı 500 bini aşmıştır. Brezilya, Latin Amerika'daki en güçlü sağlık sistemlerinden birine sahip olmasına rağmen, ülke genelinde bu kapasite dengesiz dağılmıştır. Yoğun bakım üniteleri bazı eyaletlerde neredeyse tamamen dolmuştur. Şu ana kadar virüsün yayılma hızı kontrol altına alınamamıştır. Vaka ve ölüm sayıları bakımından küresel anlamda ABD'den sonraki ikinci ülke pozisyonundadır.

Merkezi hükümet, zorlayıcı herhangi bir sokağa çıkma yasağı önlemi almamıştır. Buna karşın, eyaletler ve belediyeler 20 Mart'tan itibaren mağazaları, okulları ve plajları kapatma kararı almışlar ve kamuya açık etkinlikleri iptal etmişlerdir.

Pandemi Brezilya ekonomisinde üç önemli şok yaratmıştır. Birincisi, dış talep düşmüştür. İkinci şok olan yurtiçi talep ve arz, tüketicilerin fiziksel etkileşimlerden kaçınma isteği ve ekonomik faaliyetlerin sınırlandırılması nedeniyle azalmıştır. Üçüncü şok olarak ise, net petrol ihracatçısı olan Brezilya, petrol fiyatlarındaki sert düşüşten etkilenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda Brezilya tarihindeki en sert daralmanın görülmesi beklenmektedir. Nitekim Dünya Bankası'nın ülke raporunda 2020 yılında Brezilya ekonomisinin yüzde 8 küçüleceği, OECD "Ekonomik Görünüm" raporunda ise ikinci bir dalganın olması halinde yüzde 9,1 küçüleceği tahmin edilmiştir.

Brezilya ekonomisi 2019 son çeyreğinde yüzde 1,7 büyüme sergilemesinin ardından 2020 ilk çeyreğinde salgının ekonomiyi olumsuz etkilemeye başlamasından dolayı yıllık bazda yüzde 0,3 küçülmüştür. Sanayi üretim endeksi 2020 yılı Nisan ayında yüzde 18,8 azalmış ve 1990 yılının Nisan ayından beri yaşanan en sert düşüş kaydedilmiştir. Ancak, kısıtlama önlemlerinin hafifletilmesiyle beraber, sanayi üretimi 2020 yılı Mayıs ayında yüzde 7 artarak iyileşme göstermiştir.

Kovid-19 salgını karşısında atılan maliye politikası adımları oldukça büyük ve cesur olmuştur. Özellikle en hassas ve savunmasız gruplar ile kayıt dışı çalışanlara odaklanan mali yardımlar GSYH'nin yüzde 6'sını geçmiştir. Para politikası tarafında ise Brezilya Merkez Bankası gösterge faiz oranını 2020 Haziran'da tarihi dip seviye olan 2,25 seviyesine çekmiştir. Politika yapıcılar finansal sektörü desteklemek adına önemli adımlar atmışlardır. Kredi genişlemesi sağlanmış ve KOBİ'lerin bundan yararlanması hedeflenmiştir. Vergiler ertelenmiş, kayıtlı çalışanların gelir kayıplarını önlemek amacıyla kamu gelir desteği sağlanmış ve aynı zamanda KOBİ'lerin ücret maliyetleri kısmen azaltılmaya çalışılmıştır.

### 3.2.4 Hindistan

Hindistan hükümeti, virüsün yayılmasını önlemek için 2020 Mart ortalarında, düşük sayıda vaka olmasına rağmen sınır ve karantina önlemleri ile hızla tepki vermiştir. Zorunlu olmayan ameliyatlar ertelenmiş, tıbbi ürünler için geçici ihracat kısıtlamaları konmuş ve test kapasitesi artırılmıştır. 25 Mart'ta sıkı bir şekilde uygulanmaya konulan sokağa çıkma yasağı tedbiri ve yurtiçi toplu taşımanın geçici olarak durdurulması vaka sayısı eğrisinin düzleşmesine yardımcı olmuştur.

GSYH'nin yüzde 10'unu oluşturan, mali ve parasal yardımları da içeren bir destek paketi açıklanmıştır. Hindistan Merkez Bankası faizlerin yükselmesini ve likidite açığını önlemek amacıyla hızlı davranmış ve politika faizini indirmiştir. Banka, piyasaya uzun vadeli repo işlemleriyle GSYH'nin yüzde 4'ü kadar likidite enjekte etmiştir. Hükümet iki farklı set halinde mali destek paketi uygulamaya koymuştur. 2020 Mart sonlarında sunulan ilk paket, acil sağlık önlemleri unsurunu ve en savunmasız gruplara ayni ve nakdi yardımları içermektedir. Örneğin, kırsal kesimde yaşayan 200 milyon kadına bir defaya mahsus nakit yardımı yapılmış, 30 milyon yaşlı ve engelli vatandaşa ise yiyecek yardımı yapılmıştır. 2020 Mayıs ortalarında sunulan ikinci paket ise finansal baskıyı azaltmak ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin, çiftçilerin, sokak satıcılarının, enerji sektörünün ve emlakçıların fon bulmalarını kolaylaştırmak amacıyla sunulmuştur. Hükümet ayrıca, yatırımları özendirmek için birkaç yapısal reform duyurmuştur. Bu reform özellikle tarım sektörüne odaklanmıştır.

Hindistan ekonomisi 2020 yılının birinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 3,1 büyüyerek yüzde 2,1 düzeyindeki piyasa tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, söz konusu oran, çeyreklik büyüme rakamlarının açıklanmaya başladığı tarih olan 2004 yılından bu yana kaydedilen en düşük çeyreklik rakamdır. Böylelikle, 25 Mart'ta uygulamaya konulan ülke çapındaki sokağa çıkma yasağının kısmi yansımaları görülmüştür. Nitekim sanayi üretimi Mart ayında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 18,3 azalmıştır.

# 4 İstikrar Görünümü:

## 4.1 Risk Görünümü

Küresel ekonomi açısından 2019 yılının sonunda ve 2020 yılının hemen başında piyasalarda görece iyimser bir risk görünümü gözlenmiştir. Söz konusu dönemde azalan ticaret savaşı gerilimleri ve destekleyici para politikalarıyla kısmen de olsa küresel istikrarın toparlandığına dair işaretler alınmıştır. Ancak, Ocak 2020 içerisinde Kovid-19'un küresel salgına dönüştüğünün gözlenmesiyle birlikte risk görünümü de hızlı bir bozulma sürecine girmiş bulunmaktadır.

2007/08 küresel finans krizine göre daha yaygın ve derin etkiler yaratma potansiyeline sahip olan Kovid-19 salgını, 2020 yılının ilk yarısından itibaren küresel risk görünümünde anlamlı derecede değişikliklere yol açmıştır. Salgının Çin'in sınırlarını aşmasıyla, başta İtalya, İngiltere, Fransa ve İspanya olmak üzere Avrupa ekonomilerinde ve hemen akabinde ise ABD'de oluşan ekonomik gerilim, finansal koşulların aniden sıkılaşmasına yol açmıştır.

Virüsün beklenenden hızlı yayılması ve etkin bir tedavinin olmadığının anlaşılmasıyla, likiditeye ve güvenlik arayışına giren yatırımcı davranışları nedeniyle riskli varlıkların fiyatları keskin düşüşler kaydetmiştir. Örneğin ABD'de S&P endeksi tarihsel zirvesine göre yüzde 20 azalmıştır. Varlık fiyatlarındaki kayıplar ve satış baskısı, 2007/08 küresel finans krizinde görülen azalışlarla kıyaslanabilecek düzeylere erişmiştir. Risk iştahında görülen ciddi düşüşler, maalesef gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının bozulmasını beraberinde getirmiştir.

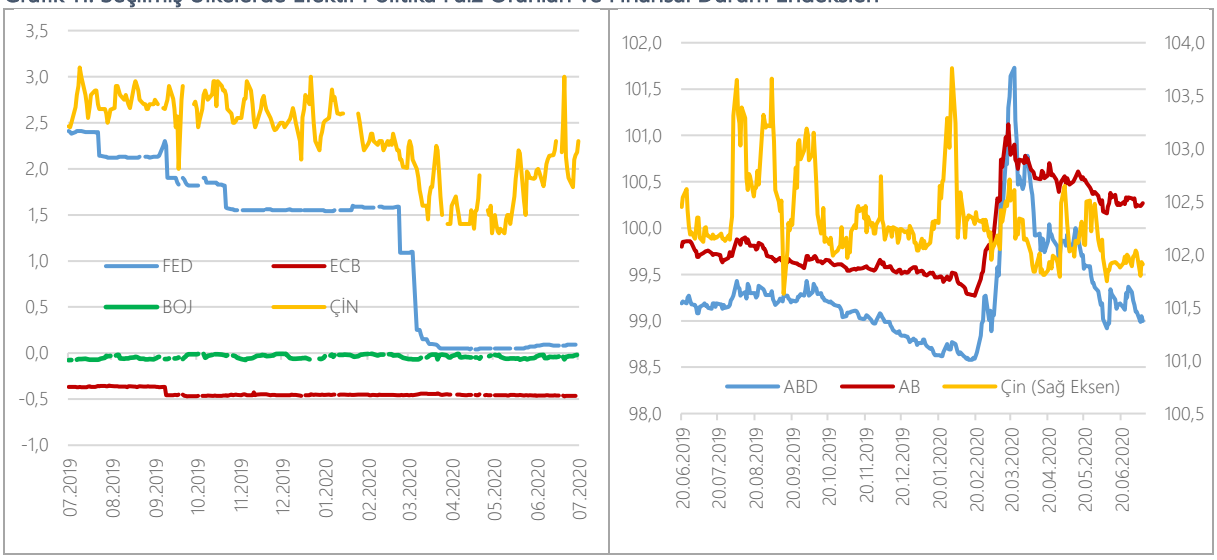
Küresel finansal istikrara tehdit olabilecek bir diğer faktör bazı ülkelerin aşırı borçluluk oranlarıdır. Küresel tedarik zincirlerinin bozulması, özellikle üçüncü dünya ülkelerinin dış borçlarını geri ödeme konusunda bazı endişelerin oluşmasına yol açmıştır. Ekonomisi kırılgan ülkelere IMF ve Dünya Bankası tarafından açılan kredi ve hibe olanakları ülke ve sağlık sistemlerinin batma olasılıklarının asgari düzeye indirmeye yönelik olmuştur. Türkiye'nin yaptığı yardımlar da dâhil olmak üzere, küresel çapta tıbbi malzeme yardımları küresel istikrarı desteklemiştir.

Aynı dönemde güvenli varlıklara ani yönelimler gözlenmiştir. Küresel finans krizlerinin gözde ancak yüksek dalgalanmaya sahip olan altın ve gümüş ile ABD ve Almanya Hazine tahvillerine talep ve dolayısıyla yüksek fiyatlar oluşmuştur. Diğer taraftan Mart 2020 itibarıyla önemli ölçeğe sahip ekonomilerde görülen karantina tedbirleri petrol fiyatlarında talep yönlü baskı oluşturmuş ve petrolün spot fiyatı ve vadeli petrol fiyatları keskin azalışlar kaydetmiştir. Petrol fiyatlarındaki azalışta, salgının tedarik zincirlerinde beklenen sorunları ile öngörülen talep düşüşünün yanı sıra OPEC+ ülkeleri arasındaki üretim miktarı konusundaki anlaşmazlıklar önemli bir rol oynamıştır.

Dolayısıyla önce insan hayatını koruma amacıyla alınan tedbirlerin yarattığı olumsuz beklentilerle piyasa fiyatlamalarındaki bozulmalar sonucu oluşan finansal koşullardaki sıkılaşma, ancak büyük ölçekli kamu müdahaleleri ile bertaraf edilebilecek bir noktaya ulaşmıştır.

Finansal koşullardaki sıkılaşmayı aşma noktasında hükümetler bir yandan cömert mali teşvik paketlerini uygulamaya koyarken, diğer yandan merkez bankalarının benzeri görülmemiş önlemlere başvurduklarına şahit olunmuştur. Finansal koşullardaki gevşeme iki kanalın bileşimiyle ortaya çıkmıştır. Birinci etki kanalı merkez bankalarının olağanüstü faiz indirimlerine gitmesi olmuştur. Diğer kanal ise piyasanın riskli varlıkların yeniden fiyatlaması ile yaşanan "geri dönüş" etkisidir. Bu gelişmelerle bazı hisse senedi piyasaları salgın öncesi performansına dönerken, bazıları ise salgın öncesine yüzde 20'ler civarında daha düşük seyretmeye devam etmektedir.

Grafik 11: Seçilmiş Ülkelerde Efektif Politika Faiz Oranları ve Finansal Durum Endeksleri




Kaynak: Bloomberg

Bu süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının politikaları, yatırımcının risk iştahını hızla yukarıya taşımıştır. ABD, İngiltere, Kıta Avrupası ülkeleri ve gelişmekte olan birçok ülkede politika faiz oranları tarihsel düşük seviyelere inmesiyle reel faizlerin birçok ülkede negatife döndüğü gözlenmektedir. Bu çerçevede, piyasalarda politika faizlerinin birkaç yıl daha düşük seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Bununla birlikte politika faizlerindeki düşüşün yanında Fed'in 23 Mart 2020'de daha önce görülmemiş bir hamleyle 2,3 trilyon dolarlık bir kriz-dönemi kredi olanağını devreye sokması, riskli varlık fiyatlarının en azından şimdilik V şeklinde toparlanmasını sağlamıştır. Ancak riskli varlıklardaki mevcut toparlanmanın ne ölçüde sürdürülebilir olduğu belirsizdir. Zira genişlemeci para politikaları riskli varlıklara hızlı dönüşü sağlarken, genel ekonomik aktivitedeki yeterince güçlü olmayan sinyaller finansal yatırımlarla reel kesim arasındaki bağın koptuğunu düşündürmekte ve riskli varlıklarda gerçekçi olmayan fiyatlamaların oluştuğu konusunda şüpheler uyandırmaktadır.

Merkez bankaları salgının yarattığı kriz yönetimine; varlık alımları, finansal kuruluşlara likidite desteği, başta ABD'nin yaptığı gibi dolar swap (takas) hatları ve kredi akımlarının devamını sağlayacak diğer tedbirleri almak yoluyla ayrıca katkı sağlamışlardır. Bu çerçevede G10 ülkelerinin merkez bankalarının varlıkları salgın öncesine (Ocak 2020'ye) göre 6 trilyon dolar civarında artış göstermiştir. Söz konusu tutar 2007 krizindeki artışın iki katından daha fazladır. Bu süreçte yükselen piyasa ekonomilerinin merkez bankaları da ilk defa varlık alımı programı uygulamışlarıdır. Bu programlarla, hazine bonolarının, devlet garantili bonoların, özel kesim borçlarının ve mortgage'a dayalı menkul kıymetlerin gelişmekte olan merkez bankalarınca alındığı görülmüştür.

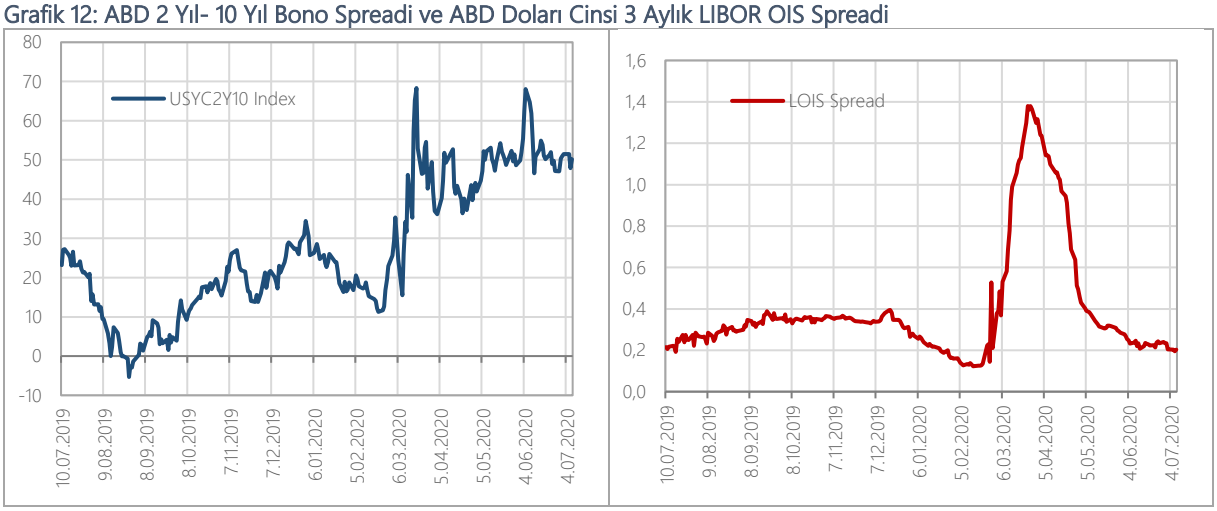
Kamu maliyesi ve finansal piyasa politika tedbirlerine ilave olarak makro ihtiyati politikaların da Kovid-19 ile mücadelede önemli yer tuttuğu gözlenmektedir. IMF verilerine göre hanehalkına ve şirketlere acil yardım amacıyla aktarılan kaynaklar dünya genelinde 11 trilyon ABD dolarına yaklaşmıştır. Bireysel ve ticari kredilerin yeniden yapılandırılması, devlet garantili kredi garanti fonlarının yaygın kullanılması ve bankaların risk yönetim düzenlemelerinin gevşetilmesiyle mevcut sermaye tabanının ve likiditenin kredilere kanalize edilmesi yaygın olarak izlenmiştir. Bunlara ilave olarak bireysel konut kredilerinin (mortgage kredileri) bir süre devlet tarafından üstlenilmesi veya vadelerinin uzatılması, zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ve kredileri risk ağırlıklarının salgın dönemine uyarlanması gibi makro ihtiyati önlemlere başvurulmuştur. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye'nin de bankacılık sektöründe makro ihtiyati yaklaşımların salgın döneminde proaktif bir

şekilde uyguladığı ve bankaların hanehalkına ve reel kesime kredi vermesini teşvik edildiği görülmektedir.

Söz konusu politikaların somut sonucu, kredi kanallarının açık kalmasının sağlanmasıdır. Nitekim uygulanan politikalar sayesinde tüm dünyada kredi artış hızlarında ivmelenmeler gözlenmiştir. Yükselen yatırımcı risk iştahı sayesinde kamu ve özel kesim tahvil ihraçları mümkün olabilmiştir. Bunlara paralel olarak gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda PMI göstergelerinde ve tüketici ve reel kesim güven endekslerinde hızlı iyileşmeler de görülmüştür. Fakat artan iyimserlik ve düşük reel faiz ortamı, yatırımcılarda merkez bankalarının piyasalara beklenmeyen destekleri sürdüreceği kanısını oluşturmuş görünmektedir.

Bununla birlikte, Temmuz 2020 itibarıyla yüksek frekanslı göstergeler, küresel riskli varlık fiyatları ile reel ekonomi arasındaki bağlantının kopmuş olabileceğini düşündürmektedir. Finansal piyasalardaki risklerin fiyatlamaları ile reel veriler arasındaki bir ayrışma olduğunu ima eden göstergeler izlenmektedir. Örneğin, ABD'de hisse senedi piyasalarında ralli yaşanmasına rağmen tüketici güveninin gerilemesi ya da Asya'da hisse senedi piyasalarının toparlanmasına rağmen, üretim ve satış verilerinin beklentilerin altında kalması söz konusu ayrışmaya ilişkin işaretlerdir. Bu ayrışma riskini destekleyen bir diğer gelişme petrol talebinin hâlihazırda güçlü seyretmemesi ve güvenli liman kabul edilen ons başına altın fiyatının tarihsel yüksek seviyesi 1.900 ABD dolarını aşmış olmasıdır.

Grafik 12: ABD 2 Yıl- 10 Yıl Bono Spreadi ve ABD Doları Cinsi 3 Aylık LIBOR OIS Spreadi




Kaynak: Bloomberg

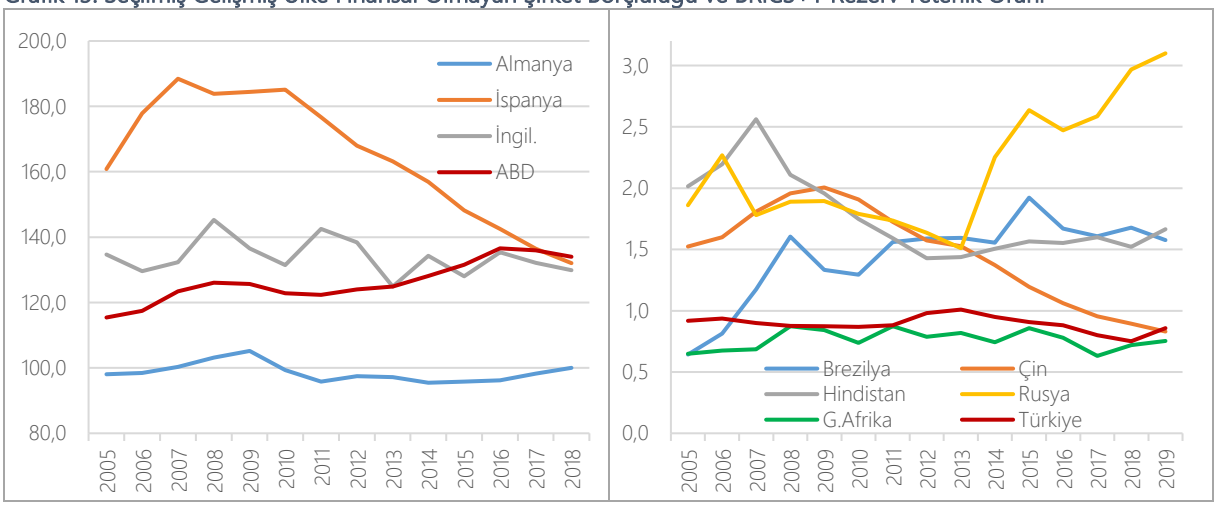
Bu gelişmeler, risk iştahının azalması halinde riskli varlıklar piyasalarında keskin bir düzeltme gelebileceği olasılığına işaret etmektedir. Bu savı destekleyen bulguları uluslararası derecelendirme kuruluşlarının önemli hisse senedi piyasalarına ilişkin yaptıkları değerlendirmelerden veya IMF'nin öne sürdüğü çıkarımlardan da görmek mümkündür. Örneğin IMF, ABD, Çin, Japonya ve Euro alanında hâlihazırda varlık fiyatlarının makro temellerle uyumsuz (olması gerekenden yüksek anlamında) fiyatlanmasının tarihsel yüksek seviyelere ulaşmış olabileceğini düşünmektedir.

Bu savın doğru olduğu ortaya çıkarsa riski varlıklardan çıkışı tetikleyebilecek çeşitli senaryolar bulunmaktadır. Bir tetikleyici unsur, virüsün ikinci bir dalga yaratması ve ülkelerin karantina koşullarına mecburen dönmek zorunda kalmaları olabilir. Diğer bir olasılık mevut durgunluğun beklenenden daha derinleşmesidir. Ayrıca, hükümetler ve merkez bankalarının yeniden beklenmeyen hamle yapmaları piyasalar tarafından fazla iyimser fiyatlanmış olabilir. Bunlara ilave olarak ABD'de yaklaşan seçimlerin oluşturacağı iklimle, ticaret savaşlarındaki olası alevlenme

ihtimali bir diğer ihtimaldir. ABD Çin arasında sürekli dalgalanan ticaret ve politik tansiyon, salgına rağmen yeniden artabilir ve bu durum piyasa duyarlılığını tırmandırabilir. Virüsün etkin tedavisinin gecikmesi halinde de krizin beklenenden uzun sürebileceği ve sosyal huzursuzlukların tetiklenebileceği düşünülmektedir. Özellikle alt gelir grubu ülkelerinden yoğun nüfus göçleri yaşanması halinde, küresel finansal sistemi riske atabilecek gelişmeler düşük ihtimalle de olsa senaryolar arasındadır.

Ayrıca, salgın dünya ekonomisinin çok sağlam ve istikrarlı olduğu bir döneme denk gelmemiştir. 2007/08 krizinin etkileri hafiflese de tamamen ortadan kalkmamış olduğu yönünde görüşlerde bulunmaktaydı. Örneğin AB üyesi ülkeler içerisinde yüksek şirket ve hanehalkı borçluluğu ile yüksek genç işsizlik oranı olan ülkeler, bu sorunları bertaraf etmeye çalışırken salgının ilave yüküyle uğraşmaktadırlar. Siyasi bir birlik olan AB komisyonu bile salgın nedeniyle 750 milyar dolarlık mali teşvik paketini açıklamak zorunda kalmıştır. Bu teşvik paketlerine rağmen küresel düzeyde şirket borçlarının ve bireysel yükümlülüklerin uzun sürebilecek bir resesyonda nasıl geri ödeneceği ise henüz net değildir.

Grafik 13: Seçilmiş Gelişmiş Ülke Finansal Olmayan Şirket Borçluluğu ve BRICS+T Rezerv Yeterlik Oranı




Kaynak: IMF

Dolayısıyla şirketler ve hanehalkları likidite ve/veya geri ödeme sorunu yaşarsa bu durumun bankacılık sektörüne olabilecek olumsuz yansımaları da finansal risk görünümü açısından üzerinde düşünülmesi gereken bir durumdur. Küresel düzeyde bankacılık sistemleri, 2007/08 finans krizini sonrasında uzun süredir toparlanma ve sermaye biriktirme evresinde olduklarından, salgına görece sağlam temellerle yakalanmışlardır. Bununla birlikte önümüzdeki dönemde olası kredi batıkları bankacılık sistemlerinin sağlamlığını sınayacak düzeyde olabilir. Bu açıdan tahsili gecikmiş alacaklar ilerleyen zamanlarda risk parametresi olarak yakından takip edilecektir. Benzer biçimde özellikle gelişmiş piyasalarda önemli bir büyüklüğe sahip olan bankı dışı finansal kuruluşların (sigorta şirketleri, yatırım fonları, leasing, faktöring, tüketici finansman şirketleri vs.) olası finansal şoklara karşı nasıl dayanacakları bir risk faktörü olarak ele alınmaktadır. Örneğin yatırım fonlarından ani çıkışlar mevcut krizin şiddetini artıcı bir rol oynama kapasitesine sahiptir.

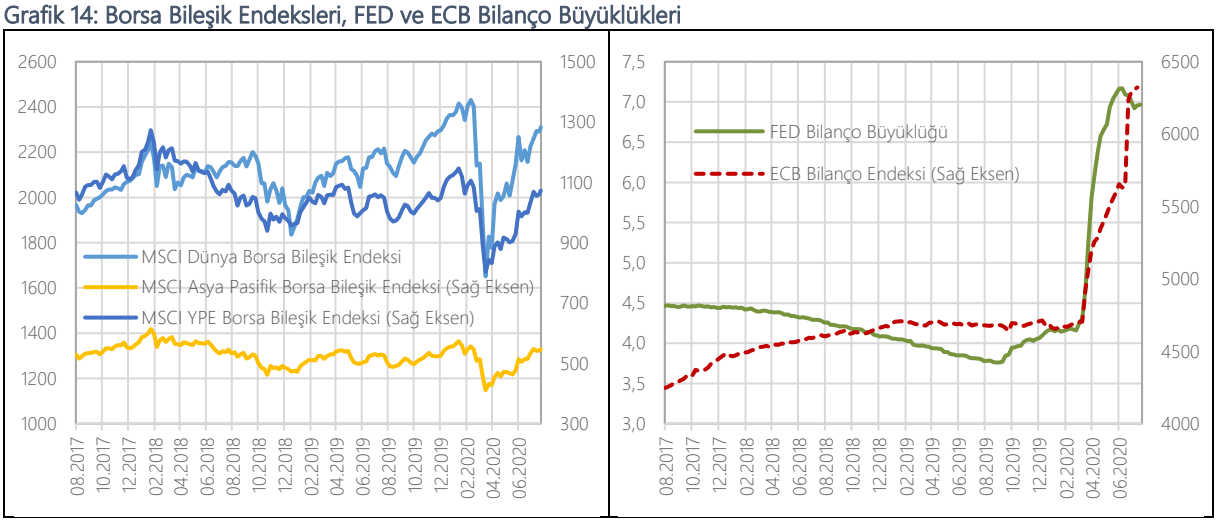
2020 yılının ikinci yarısında ve 2021'de salgın krizinin gelişimine göre küresel finansal risk görünümünü olumsuz yönde etkileyebilecek unsurlar arasında bazı önemli gelişmekte olan ülkelerin dış finansman ihtiyacının belirgin olarak artıyor olması da yer almaktadır. Bazı yükselen ekonomilerin döviz rezervi yeterlilik göstergeleri hissedilir biçimde zayıflamıştır. Bu ülkelerden ilave portföy çıkışları yönetilmesi güç bir süreç haline gelebilir. Aynı zamanda yüksek borçluluğa sahip bu ülkeler, borç çevirimi açısından ilave kaynaklara erişimde daha yüksek maliyetlerle

karşılaşmaktadırlar. Bu sorunlar beraberinde ülke kredi notlarının düşürülmesine yol açmakta ve bu ülkeler açısından dış finansmana erişim daha da maliyetli olabilecektir.

## 4.2 Sermaye Piyasaları

Salgının küresel nitelik kazanmasının ardından tüm ekonomik alanlarda sermaye piyasalarında düşüşler gözlenmiştir. Ancak, merkez bankalarını güçlü likidite destek programlarıyla tüm finansal piyasalara sağladıkları olanaklarla borsa endekslerinde hızlı bir toparlanma sağlanmış ve 2020 Haziran itibariyle Kovid-19 krizi öncesi düzeylere yaklaşılmıştır. Önümüzdeki dönemde tüm ekonomik alanlarda sermaye piyasası gelişmelerinin başta şirket karlılığı olmak üzere finansal performanslara bağlı olacağı öngörülmektedir.

Grafik 14: Borsa Bileşik Endeksleri, FED ve ECB Bilanço Büyüklükleri

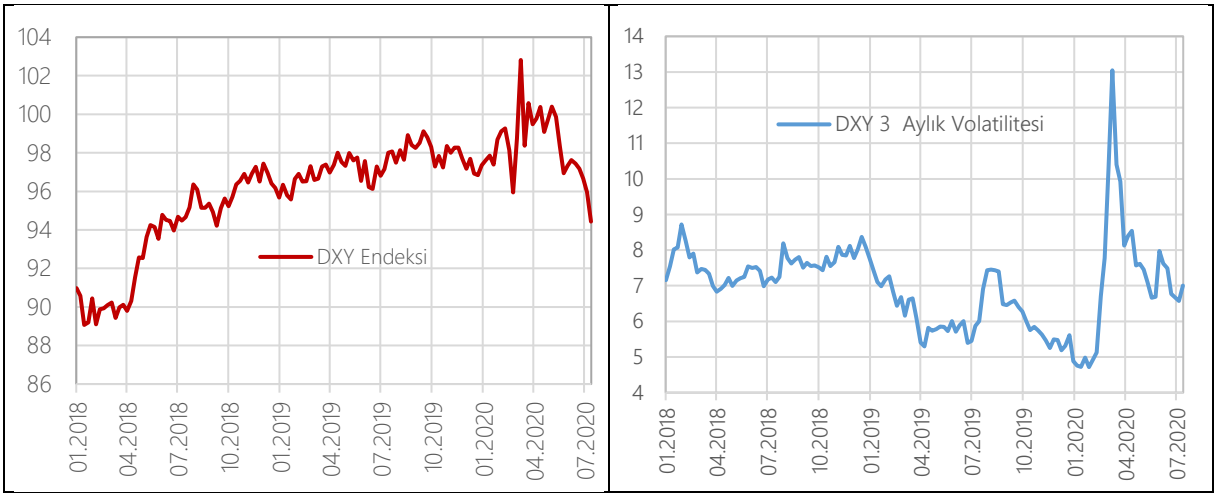



Kaynak: Bloomberg, TCMB

## 4.3 Döviz Piyasası

Küresel döviz piyasalarında da Kovid-19 salgının etkileri belirgin şekilde hissedilmiştir. DXY (dolar) endeksinin 2019 yılının genelinde ılımlı bir artış eğilimi izlediği görülürken, 2020 yılının ilk çeyreğinde dolarda yönelik sert bir güçlenme yaşanmış, ancak özellikle Nisan ayından itibaren belirgin bir düşüş eğilimi tespit edilmiştir. Bu gelişmede ABD'deki parasal genişlemeden çok salgının ABD'deki seyri ve seçim süreci belirsizliklerinin başlaması etkili olmuştur. Nitekim dolar endeksi üç aylık ima edilen oynaklıkları incelendiğinde 2018-2019 dönemindeki öngörülebilir ve görece istikrarlı düzeylerden, sert hareketlerin olduğu, oynaklığın yüksek seviyesini koruduğu ve böylece belirsizliğin arttığı bir döneme girildiği görülmektedir.

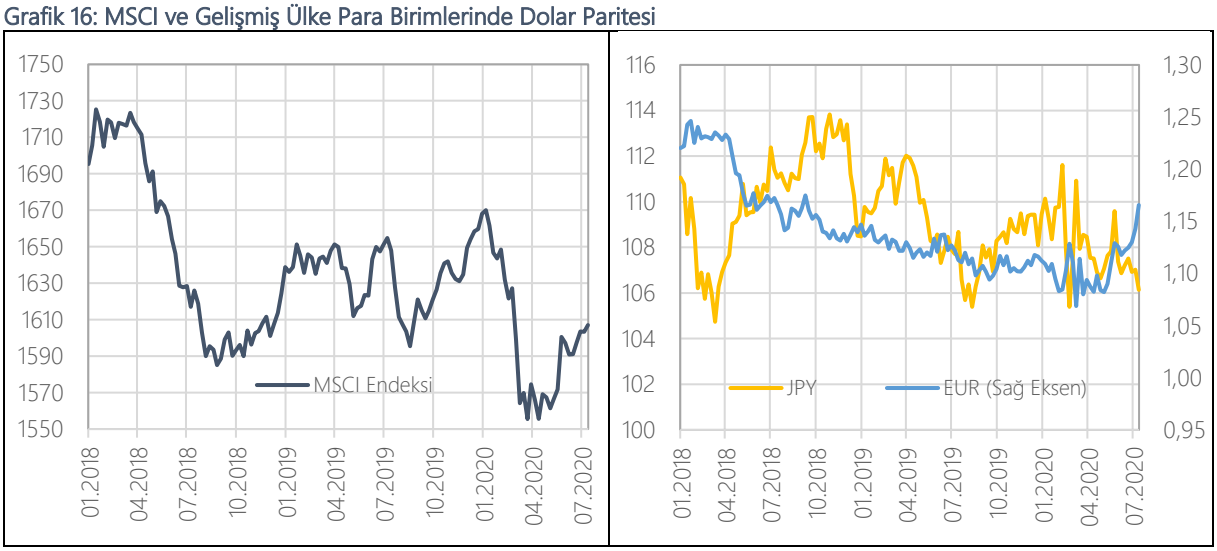
Grafik 15: ABD Dolar Endeksi




Kaynak: Bloomberg, TCMB

Gelişmekte olan ekonomilerin döviz kuru gelişmelerine bakıldığında ise 2019 yılında dalgalı ancak yatay bir seyir arz eden MSCI Yükselen Piyasa Ekonomileri Kur Endeksinin, 2020 yılının başında hızla değer kaybettiği görülmektedir. Nitekim ABD dolarının gelişmiş ülke para birimlerine karşı değer kazandığı dönemde, YPE para birimleri de dolara karşı keskin bir değer kaybı yaşamıştır. Ancak, yine özellikle 2020 yılı Nisan ayından itibaren gelişmekte olan ekonomiler para birimlerinin de değer kazanmaya başladıkları izlenmektedir.

Grafik 16: MSCI ve Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi



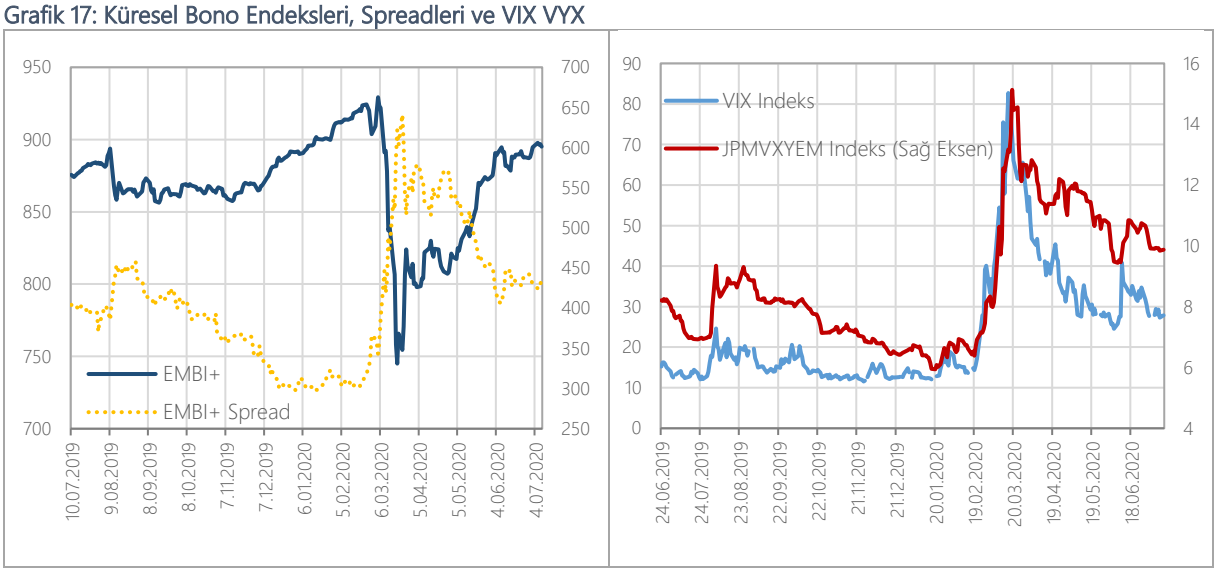

Kaynak: Bloomberg, TCMB

## 4.4 Ülke Riski ve Bono Getirileri

Kovid-19 salgınıyla birlikte 2020 yılının başında finansal piyasalardaki sıkılaşmanın bono getirilerini olumsuz etkilediği, finansal piyasalardaki baskının ilk aşamada likidite üzerinde de baskı yarattığı görülmüştür. Nitekim 2020 yılına gelirken görece sakin bir seyir izleyen söz konusu piyasalarda Kovid-19 belirsizliği ile keskin hareketler gerçeklemiştir. Bu gelişmelerden de en yüksek oranda gelişmekte olan ekonomilerin etkilendiği görülmektedir. Söz konusu ülkelerin bileşik bono endeksleri, özellikle Mart ayı başında Kovid-19 salgınının küresel bir tehdide dönüşmesiyle birlikte keskin bir düşüş gerçekleştirmiştir. Bu dönemde finansal piyasaların beklentileri fiyatlama konusunda sorun yaşaması ve salgına karşı küresel olarak kapsamlı tedbirlerin uygulanabilirliği

konusunda şüphelerin olması, öncelikli olarak gelişmekte olan piyasaları etkilemiştir. Ancak Kovid-19 salgının merkezinin ABD'ye kayması ve birçok gelişmekte olan ekonomide salgın yönetiminin küresel iyi uygulamaları izler nitelikte olması, yatırımcı güveninin ve risk iştahının da zaman içerisinde iyileşmesine katkıda bulunmuştur. Ayrıca risk algısının gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler için uyumlu bir seyir arz ettiği ifade edilebilir.

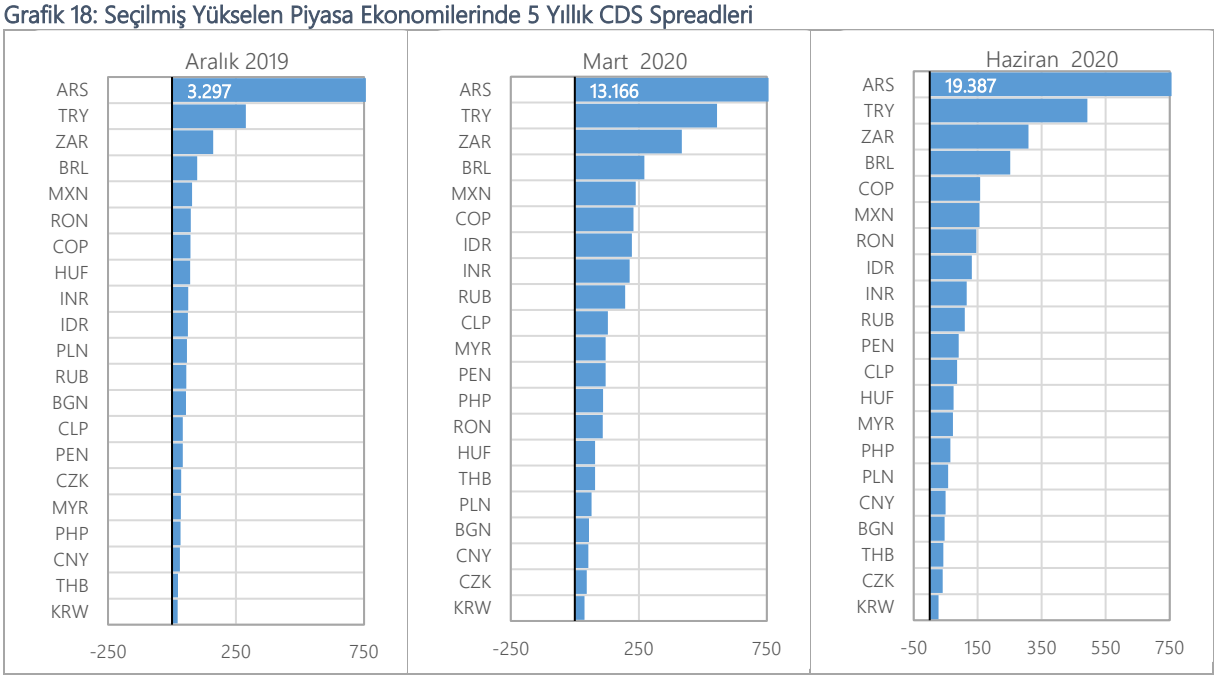
Grafik 17: Küresel Bono Endeksleri, Spreadleri ve VIX VYX




Kaynak: IIF

Likidite sorununun alınan tedbirlerle yatırımcı nezdinde geçerliliğini yitirmesi, risk algısının ve küresel yatırımcı tercihinin görece iyileşmesi, gelişmekte olan ekonomilerin CDS spreadlerinden de benzer şekilde izlenebilmektedir. Bu dönemde Arjantin ekonomisinin yaşadığı sıkıntılar nedeniyle 5 yıllık CDS spreadlerinin hali hazırda yüksek olan (3300 bps) seviyesinden Kovid-19'un finansal piyasalarda etkisi itibarıyla zirve ayı olan Mart 2020'de 13.000 baz puanı ve daha sonra Haziran ayında 19 bini aşması dikkat çekicidir. Tüm gelişmekte olan ekonomilerde CDS spreadleri Mart ayı ile artış yaşamıştır. Haziran ayına gelindiğinde ise, Aralık 2019 seviyesinin bir miktar üzerinde ancak genel olarak belirgin bir gerileme tespit edilmektedir. Brezilya, Güney Afrika ve Türkiye CDS spreadlerinin bir önceki yıl sonu seviyelerinin 150-200 baz puan üzerinde olduğu görülmektedir.

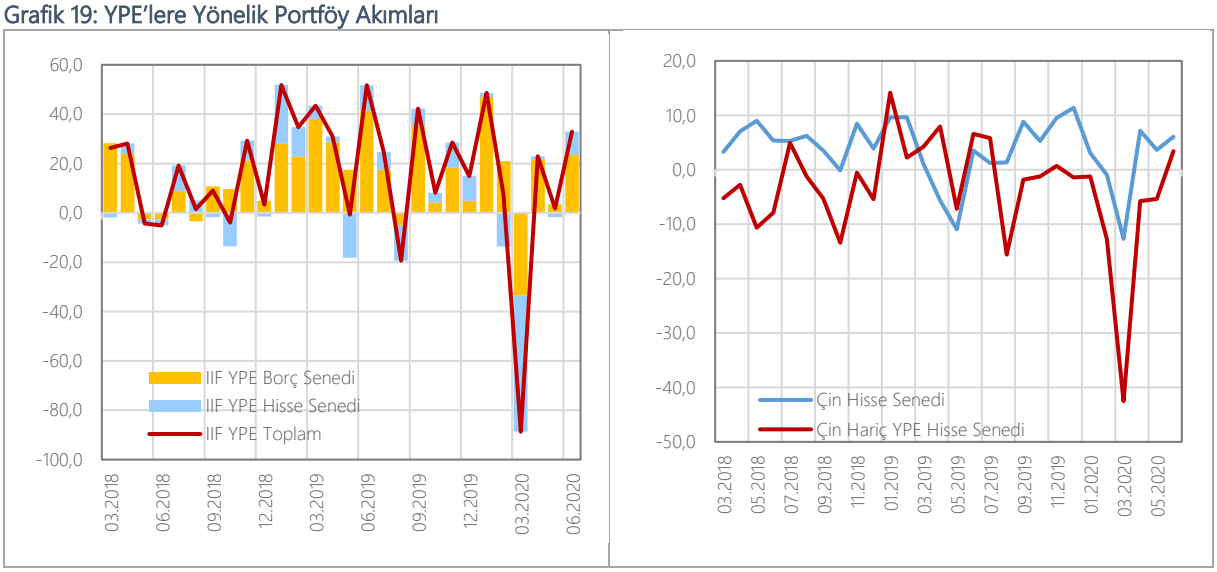
Grafik 18: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri




Kaynak: Bloomberg

Son dönemde Kovid-19 salgının gidişatına bağlı olarak gelişmekte olan piyasalara ilişkin risk algısının ve buna bağlı olarak yatırım pozisyonunun değiştiği görülmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin raporlara bakıldığında özellikle iki unsurun ön plana çıktığı görülmektedir. Bunlardan ilki küresel sermayenin, 2020 Mart ayında da tüm YPE'lerden belirgin çıkış göstermiş olmasıdır. İkincisi ise Mart sonrası risk algısında değişimin yansıttığı şekilde hızla yeniden girişlerin gerçekleşmedir. Ancak, Nisan-Haziran geçici verileri bu hareketlerde kararsız bir yapıya işaret etmektedir. Özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinin performansıyla birlikte YPE'lere yönelik risk iştahının da değişim göstermekte olduğu görülmektedir.

Grafik 19: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları




Kaynak: IIF

## Ek: IMF Tablosu

### Tablo 1. Dünya Ekonomik Görünüm Projeksiyonlarına Genel Bakış

*(Yüzde değişim)*

| | Yıllık | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Tahmin | | Önceki Tahminden Sapma | |
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 |
| **Dünya** | **3,6** | **2,9** | **–4,9** | **5,4** | **–1,9** | **–0,4** |
| **Gelişmiş ekonomiler** | **2,2** | **1,7** | **–8,0** | **4,8** | **–1,9** | **0,3** |
| Amerika Birleşik Devletleri | 2,9 | 2,3 | –8,0 | 4,5 | –2,1 | –0,2 |
| Euro Bölgesi | 1,9 | 1,3 | –10,2 | 6,0 | –2,7 | 1,3 |
| Almanya | 1,5 | 0,6 | –7,8 | 5,4 | –0,8 | 0,2 |
| Fransa | 1,8 | 1,5 | –12,5 | 7,3 | –5,3 | 2,8 |
| İtalya | 0,8 | 0,3 | –12,8 | 6,3 | –3,7 | 1,5 |
| İspanya | 2,4 | 2,0 | –12,8 | 6,3 | –4,8 | 2,0 |
| Japonya | 0,3 | 0,7 | –5,8 | 2,4 | –0,6 | –0,6 |
| Birleşik Krallık | 1,3 | 1,4 | –10,2 | 6,3 | –3,7 | 2,3 |
| Kanada | 2,0 | 1,7 | –8,4 | 4,9 | –2,2 | 0,7 |
| Diğer Gelişmiş Ekonomiler | 2,7 | 1,7 | –4,8 | 4,2 | –0,2 | –0,3 |
| **Gelişen Piyasalar ve Gelişmekte olan Ekonomiler** | **4,5** | **3,7** | **–3,0** | **5,9** | **–2,0** | **–0,7** |
| Gelişen ve Gelişmekte olan Asya | 6,3 | 5,5 | –0,8 | 7,4 | –1,8 | –1,1 |
| Çin | 6,7 | 6,1 | 1,0 | 8,2 | –0,2 | –1,0 |
| Hindistan | 6,1 | 4,2 | –4,5 | 6,0 | –6,4 | –1,4 |
| ASEAN-5 | 5,3 | 4,9 | –2,0 | 6,2 | –1,4 | –1,6 |
| Gelişen ve Gelişmekte olan Avrupa | 3,2 | 2,1 | –5,8 | 4,3 | –0,6 | 0,1 |
| Rusya | 2,5 | 1,3 | –6,6 | 4,1 | –1,1 | 0,6 |
| Latin Amerika ve Karayipler | 1,1 | 0,1 | –9,4 | 3,7 | –4,2 | 0,3 |
| Brezilya | 1,3 | 1,1 | –9,1 | 3,6 | –3,8 | 0,7 |
| Meksika | 2,2 | –0,3 | –10,5 | 3,3 | –3,9 | 0,3 |
| Orta Doğu ve Orta Asya | 1,8 | 1,0 | –4,7 | 3,3 | –1,9 | –0,7 |
| Suudi Arabistan | 2,4 | 0,3 | –6,8 | 3,1 | –4,5 | 0,2 |
| Sahra-altı Afrika | 3,2 | 3,1 | –3,2 | 3,4 | –1,6 | –0,7 |
| Nijerya | 1,9 | 2,2 | –5,4 | 2,6 | –2,0 | 0,2 |
| Güney Afrika | 0,8 | 0,2 | –8,0 | 3,5 | –2,2 | –0,5 |
| *Memorandum* | | | | | | |
| Düşük Gelirli Gelişmekte Olan Ülkeler | 5,1 | 5,2 | –1,0 | 5,2 | –1,4 | –0,4 |
| Piyasa Değişimine Dayalı Dünya Büyümesi | 3,1 | 2,4 | –6,1 | 5,3 | –1,9 | –0,1 |
| **Dünya Ticaret Hacmi (mal ve hizmetler)** | **3,8** | **0,9** | **–11,9** | **8,0** | **–0,9** | **–0,4** |
| Gelişmiş ekonomiler | 3,4 | 1,5 | –13,4 | 7,2 | –1,3 | –0,2 |
| Gelişen Piyasalar ve Gelişmekte olan Ekonomiler | 4,5 | 0,1 | –9,4 | 9,4 | –0,5 | –0,7 |
| **Emtia Fiyatları (ABD doları)** | | | | | | |
| Petrol | 29,4 | –10,2 | –41,1 | 3,8 | 0,9 | –2,5 |
| Petrol dışı (dünya emtia ithalat ağırlıklarına göre ortalama) | 1,3 | 0,8 | 0,2 | 0,8 | 1,3 | 1,4 |
| **Tüketici fiyatları** | | | | | | |
| Gelişmiş ekonomiler | 2,0 | 1,4 | 0,3 | 1,1 | –0,2 | –0,4 |
| Gelişen Piyasalar ve Gelişmekte olan Ekonomiler | 4,8 | 5,1 | 4,4 | 4,5 | –0,2 | 0,0 |
| **Londra Bankalararası Teklif Oranı (yüzde)** | | | | | | |
| ABD Doları Mevduatlarında (altı ay) | 2,5 | 2,3 | 0,9 | 0,6 | 0,2 | 0,0 |
| Euro Mevduatta (üç ay) | –0,3 | –0,4 | –0,4 | –0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Japon Yeni Mevduatlarında (altı ay) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | –0,1 | 0,1 | 0,0 |

Kaynakça:

Bloomberg

IMF, World Economic Outlook

OECD, Economic Outlook

Dünya Bankası, Global Economic Prospects