



TÜRKİYE CUMHURİYETİ CUMHURBAŞKANLIĞI  
**STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI**

# **DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER BÜLTENİ**

**2020 / 3 (Temmuz-Eylül)**

**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.....	7
2.3	İşgücü.....	9
2.4	Emtia Fiyatları .....	10
2.5	Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri .....	12
3	Bölgesel Görünüm .....	14
3.1	Gelişmiş Ekonomiler .....	14
3.1.1	ABD .....	14
3.1.2	Avro Bölgesi.....	16
3.1.3	Japonya .....	17
3.2	Gelişmekte olan Ekonomiler .....	18
3.2.1	Çin.....	18
3.2.2	Rusya .....	20
3.2.3	Brezilya .....	21
3.2.4	Hindistan .....	21
4	İstikrar Görünümü .....	22
4.1	Risk Görünümü .....	22
4.2	Sermaye Piyasaları .....	24
4.3	Döviz Piyasası .....	25
4.4	Ülke Riski ve Bono Getirileri .....	26
	Kaynakça.....	29

## Grafikler

Grafik 1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde PMI .....	6
Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi .....	8
Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları .....	9
Grafik 4: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100) .....	10
Grafik 5: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100) .....	12
Grafik 6: ABD Ekonomisine ilişkin Göstergeler .....	15
Grafik 7: AB PMI, KKO ve Sanayi Üretim Endeksi .....	16
Grafik 8: Japonya Ekonomisine İlişkin Göstergeler .....	18
Grafik 9: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi .....	19
Grafik 10: Rusya Sanayi Üretim Endeksi, KKO ve İşsizlik Oranı .....	20
Grafik 11: Gelişmiş Ekonomilerde ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Koşullar .....	22
Grafik 12: Borsa Bileşik Endeksleri, FED ve ECB Bilanço Büyüklükleri .....	25
Grafik 13: Dolar Endeksi ve Oynaklık .....	26
Grafik 14: MSCI ve Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi .....	26
Grafik 15: Küresel Bono Endeksleri, Spreadleri ve VIX VYX .....	27
Grafik 16: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri .....	28
Grafik 17: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları .....	28

## Tablolar

Tablo 1: 2020 Yılı Üçüncü Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%) .....	7
Tablo 2: Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri .....	13

## 1 Yönetici Özeti

Kovid-19 salgının seyri, küresel ekonomik ve finansal gelişmelerin ana belirleyicisi olmaya devam etmektedir. Salgının ilk dalgasına yönelik alınan kapanma tedbirleri çerçevesinde 2020 yılının ikinci çeyreğinde, dünya ölçeğinde ve tarihte görülmemiş ölçüde bir ekonomik daralma kaydedilmiştir. Ancak, salgına karşı alınan sağlık tedbirlerinin yanında uygulamaya konulan ekonomik ve sosyal politikalar, genel olarak yılın üçüncü çeyreğinde aktivitenin görece toparlanmasına destek olmuştur. Nitekim resmi ve özel kuruluşlar, 2020 yılının tamamına yönelik küresel büyüme tahminlerini yukarı yönlü olarak revize etmişlerdir. Ancak yılın son çeyreğinde artan salgındaki ikinci dalga riski ve yeniden kapanma eğilimleri, son çeyrek görünümünü olumsuz etkilemektedir. IMF, 2020 yılında küresel hasılanın yüzde 4,4 oranında azalacağını, 2021 yılında ise baz etkisinin de katkısıyla yüzde 5,2 oranında büyüyeceğini öngörmektedir.

Ekonomilerde yeniden açılmaların başlamasıyla, yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen görece toparlanma, ülkeler ve bölgelerarası farklılıklar arz etmektedir. Mevcut gelir düzeyleri ve olanakları itibarıyla gelişmiş ekonomilerin Kovid-19 krizine, daha güçlü ve doğrudan desteklerle cevap vermeye çalıştıkları gözlenmiştir. IMF tarafından gelişmiş ülkelerin 2020 yılında yüzde 5,9 oranında daralacağı ve 2021 yılında ise yüzde 3,9 oranında büyüyeceği öngörülmektedir. Sağlanan güçlü mali desteğin yanında uyumlu para politikası uygulamalarının, özellikle enflasyon düşük olduğu dikkate alındığında bir dönem daha süreceği ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerin ise 2020 yılında yüzde 3,3 oranındaki daralmanın ardından 2021 yılında yüzde 6 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından Çin'in, salgına erken maruz kalması ve daha sonra kontrolündeki başarısına bağlı olarak, yılın ikinci çeyreğinden itibaren yeniden büyüme patikasına girdiği görülmektedir.

Salgının en belirgin küresel etkileri ticaret hacminde görülmektedir. Dünya Ticaret Örgütü 2020 yılında küresel mal ticaret hacminin yüzde 9,2 daralacağını tahmin etmektedir. Salgının en derin yerel etkileri ise işgücü piyasalarında kaydedilmektedir. Uluslararası Çalışma Örgütü'nün raporunda göre 2020 yılının üçüncü çeyreğinde 2019 yılı son çeyreğine göre 345 milyon kişilik tam zamanlı işe eşdeğer bir istihdam kaybı tahmin edilmektedir. Salgının üretim kapasitesi üzerindeki daraltıcı etkileriyle, dünya ekonomisinin önceki gelir düzey patikasına gelmesinin oldukça uzun zaman alacağı dikkate alındığında salgının kırılgan kesimler üzerindeki yıkıcı etkilerinin ekonomi politikalarının şekillenmesinde belirleyici olacağı görülmektedir.

2020 yılı emtia fiyatları açısından da farklı bir yıl olarak tespit edilmektedir. Bir yandan küresel arz ve talep koşullarındaki gelişime bağlı olarak keskin bir şekilde gerileyen petrol ve enerji fiyatları, diğer yandan artan likidite ve belirsizlikle desteklenen kıymetli maden fiyatlarının izlendiği bir dönemden geçilmektedir. Yıl boyunca düşen petrol fiyatlarının, 2021 yılında görece yatay bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

Yılın ilk yarısında salgınla oluşan finansal koşullardaki sıkışma, büyük ölçekli kamu müdahaleleri ve parasal genişleme ile hafifletilmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde vaka sayılarındaki azalma, kapanmalara ara verilmesi ve aşı geliştirme faaliyetlerindeki olumlu haberlerle birlikte mevcut likidite koşulları, sermaye piyasalarında belirgin iyimser bir döneme girilmesine yol açmıştır. Benzeri görülmemiş büyüklükteki politika tepkileri, kredi akışının sürdürülmesine ve olumsuz

makro-finansal koşulların engellenmesine yardımcı olmuştur. Ancak, ekonomik görünümde belirsizlikler ve özellikle reel kesim kırılganlıkları varlığını korumaktadır. Kamu kesimi ve şirket bilançolarındaki bu bozulmaların veya risklerin, finansal istikrarı tehdit edebilecek boyuta ulaştığı görülmektedir. Bu risklerin uygun şekilde yönetilmesi küresel ölçekte önemini koruyacaktır.

Bu kırılgan görünüm altında, politika faizlerinin birkaç yıl daha düşük seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Gelişmiş ekonomi merkez bankalarının bu duruşu ve salgının ilk dalgasının ardından gelişmekte olan ekonomilerde gözlenen görece toparlanma eğiliminin, Nisan ayından itibaren yükselen piyasa ekonomi para birimlerinin ABD doları karşısında değer kazanmasına yol açmıştır. Dolar endeksi ise başta ABD'deki seçim sürecinin belirginleşmesine bağlı olarak, yılın ilk yarısındaki düşüşün ardından daha yatay bir seyir arz etmiştir. Ayrıca yükselen piyasa ekonomilerine yönelik portföy akımlarının, Kovid-19 krizinin ilk aşamasında yaşadığı şoku atlattığı, daha sonrasında gelen ABD seçim belirsizliği ve salgında ikinci dalga belirsizlikleriyle yavaşladığı, ancak Ekim ayı itibarıyla nete pozitif alanda seyrettiği görülmektedir. Ancak, cari bilgiler ışığında küresel ekonomik ve finansal gelişmelerin 2021 yılsonundan önce "eski normale" yakınsaması pek olası gözükmemektedir.

## 2 Görünüm

### 2.1 Büyüme

2020 yılının başlarından itibaren Çin'den başlayarak tüm dünyaya hızla yayılan Kovid-19 salgını üçüncü çeyrekte de etkisini sürdürmüştür. Üçüncü çeyrek sonu itibarıyla 1 milyon kişi Kovid-19 nedeniyle hayatını kaybetmiş, hastalığa yakalanan kişi sayısı ise 34 milyonu aşmıştır.

Yılın ilk yarısında salgının yayılmasını kısıtlamaya yönelik alınan önlemler sayesinde salgını görece kontrol altına alan ülkeler, ikinci çeyreğin sonlarından itibaren söz konusu önlemleri hafifletmeye başlamıştır. Ayrıca, Kovid-19 testlerinin yaygınlaşması, tedavi süreçlerinin iyileşmesi, aşı çalışmalarının tarihte görülmemiş bir hızla ilerliyor olması gibi gelişmeler de üçüncü çeyrekte birçok ülkede ekonomik güveni artıran unsurlar olmuştur.

Küresel ölçekte ekonomik faaliyetlerde yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre belirgin bir toparlanma kaydedilmesine karşın geleceğe yönelik belirsizlikler halen sürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin sağlanan parasal desteklerin boyutu yüksek borçluluk oranları ve yüksek borçlanma maliyetleri nedeniyle, gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde kalmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinin sonu itibarıyla gelişmiş ülkeler GSYH'larının yaklaşık yüzde 20'si, gelişmekte olan ülkeler ise GSYH'larının yaklaşık yüzde 5,5'i oranında salgının olumsuz etkilerini hafifletmeye yönelik doğrudan harcama yapmış ve likidite desteği sağlamıştır. Böylece, ülkelerin hanehalkına ve firmalara yönelik uyguladıkları destekleyici politikalar yılın ilk yarısındaki gibi olumsuz sonuçların ortaya çıkmasını engellemiş ve üçüncü çeyrekteki olumlu görünüme önemli katkıda bulunmuştur.

Haziran ayında IMF tarafından küresel hasılanın 2020 yılında yüzde 4,9 daralacağı öngörülürken, bu tahmin Ekim ayında 0,5 puan iyileştirilerek yüzde 4,4 olarak revize edilmiştir. Başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere küresel ölçekte ikinci çeyrekteki daralmanın beklenenden daha az gerçekleşmesi, kuvvetli Çin büyümesine ek olarak üçüncü çeyreğe ilişkin salgın kaynaklı kısıtlamaların ertelenmesi nedeniyle göstergelerin olumlu seyretmesi, 2020 tahminlerinin yukarı yönde revize edilmesinde etkili olmuştur. 2021 yılında ise aşı çalışmalarının başarılı olması ve etkili tedavi yöntemlerinin gelişmesiyle güvenin artması ve talebin güçlenmesi sonucunda küresel büyümenin yüzde 5,2 oranında gerçekleşmesi beklenmektedir.

2020 yılının üçüncü çeyreğinde mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler itibarıyla hemen hemen tüm ekonomiler bir önceki çeyreğe göre güçlü toparlanma sergilerken, arındırılmamış veriler itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre Türkiye, Çin, İrlanda, Vietnam ve Letonya dışındaki ülkelerde şiddeti azalmasına karşın daralma sürmüştür. SBB hesaplamalarına göre 2020 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre gelişmiş ekonomiler yüzde 4 oranında küçülürken, dünya ekonomisinin yaklaşık yüzde 2,5 oranında daraldığı tahmin edilmiştir<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> SBB hesaplamasında 24 adet gelişmiş ülke ve 29 adet gelişmekte olan ülke yer almaktadır. Bu ülkelerin ABD doları cinsinden cari fiyatlarla GSYH'larının toplamı küresel hasılanın yaklaşık yüzde 90'ını oluşturmaktadır. Ülke gruplarının büyüme oranları hesaplanırken, ülkelerin ABD doları cinsinden cari fiyatlarla GSYH'larına göre ağırlıklandırılmıştır.

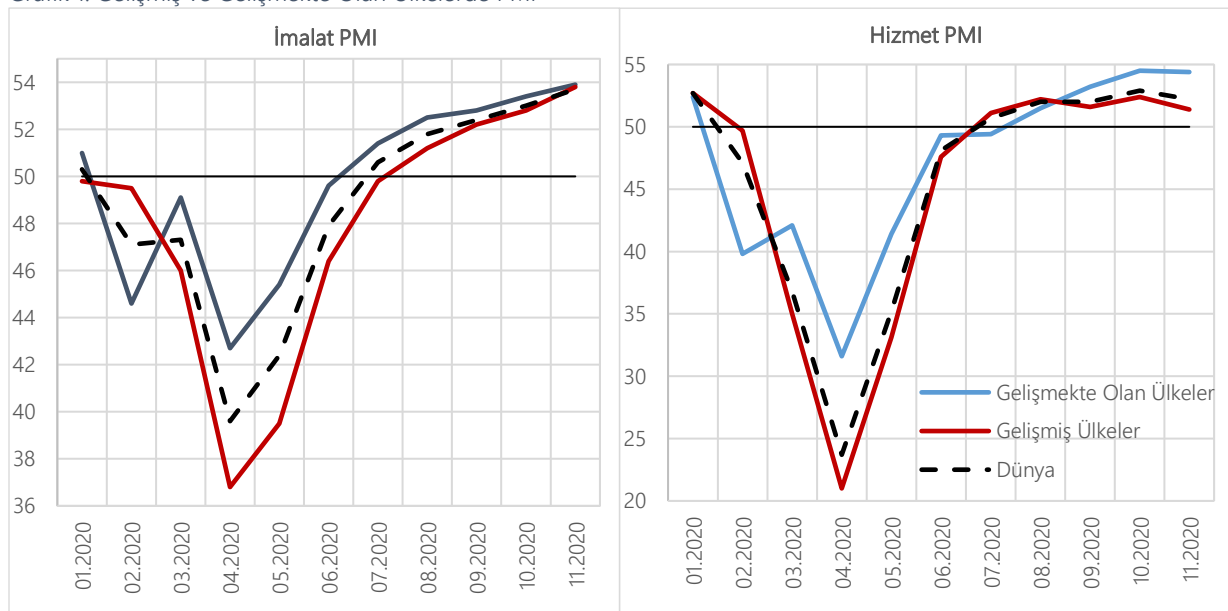
Salgının kısmen de olsa kontrol altına alınmasıyla karantina önlemlerini Mayıs ayından itibaren tedrici olarak hafifleten gelişmiş ekonomilerde, üçüncü çeyrekte yıllık bazda küçülmeye devam etmekle birlikte, daralma oranları hafiflemiş ve bir önceki çeyreğe göre belirgin toparlanma kaydedilmiştir.

Salgının ilk merkez üssü olan Çin, salgını ikinci çeyrek içerisinde kontrol altına alması sayesinde yüksek bir büyüme kaydederek diğer ülkelerden ayrılmış, üçüncü çeyrekte de bir önceki yıla göre yüzde 4,9 (mevsimsel arındırılmış olarak yüzde 2,7) oranında büyüme kaydederek, diğer ülkelerden olumlu yönde ayrışmasını sürdürmüştür.

Çin dışındaki gelişmekte olan ülkelerde ise; salgının daha şiddetli biçimde devam etmesi, sağlık sistemlerinin zorlanması, başta turizm sektörü olmak üzere salgından en çok etkilenen sektörlerin ekonomideki ağırlığının yüksek olması ve dış finansmana yüksek bağımlılık gibi unsurlar nedeniyle istikrarsız görünüm üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Ayrıca, petrol fiyatlarının düşük seyretmesi de petrol ihracatçısı ülkelerin istikrarsız görünümündeki bir diğer önemli etken olmuştur.

Üçüncü çeyrekte küresel ölçekte gözlenen toparlanma eğilimine karşın birçok ülkede salgının yayılma hızının tekrar artması nedeniyle dördüncü çeyrek itibarıyla önlemler sıkılaştırılmaya başlanmıştır. Bu nedenle yılın son çeyreğinde tüm dünyadaki ekonomik faaliyetlerde bir miktar yavaşlama meydana gelmesi beklenmektedir. Grafik 1'de yer alan PMI göstergeleri iktisadi faaliyetteki ivme kaybını işaret etmektedir. Ayrıca öncü göstergelere göre, sanayi sektörünün görece olumlu görünümünü sürdürmesi öngörülürken, salgından ve kısıtlamalardan en çok etkilenen hizmetler sektöründeki faaliyetlerin tekrar hız keseceği tahmin edilmektedir.

Grafik 1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde PMI



Kaynak: Bloomberg

Tablo 1: 2020 Yılı Üçüncü Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%)

	Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre büyüme	Bir önceki çeyreğe göre büyüme *
Dünya	-2,5	
Gelişmiş Ülkeler	-4,0	
ABD**	-2,9	33,1
Almanya	-3,9	8,5
Birleşik Krallık	-9,6	15,5
Fransa	-4,3	18,2
İtalya	-4,7	16,1
İspanya	-8,7	16,7
Japonya**	-5,8	21,4
Güney Kore	-1,3	1,9
Gelişmekte Olan Ülkeler	0,0	
Çin	4,9	2,7
Hindistan	-7,5	21,9
Brezilya	-3,9	7,7
Rusya	-3,6	
Meksika	-8,6	12,0
Güney Afrika	-6,0	13,5
Türkiye	6,7	15,6
Polonya	-1,6	7,7
Euro Bölgesi	-4,3	12,5

Kaynak: OECD, ilgili ülkelerin istatistik kurumları, focus-economics

\* Bir önceki çeyreğe göre büyüme oranı mevsimsel etkilerden arındırılmış GSYH'nın büyüme oranıdır.

\*\* Bir önceki çeyreğe göre büyüme oranları mevsimsel arındırılmış yıllıklandırılmış artış oranı olarak sunulmuştur.

## 2.2 Ticaret

Kovid-19 salgını öncesinde küresel ticaretin ana gündemini ABD ve Çin arasında yaşanan ticaret savaşları, salgın sonrasında ise azalan ticaret gerilimleri ile birlikte ABD Başkanlık seçimleri oluşturmuştur. Salgın sonrası küresel ticaret hacminde beklenildiği üzere keskin bir ivme kaybı yaşanmakla birlikte, ticaret savaşlarına ilişkin bazı hususlarda ise geleceğe dönük belirsizlikler halen sürmektedir.

Son yıllarda küresel ticarete korumacılık eğilimleri sıklıkla küresel ekonomi gündeminde öncelikle yer almıştır. 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 üçüncü çeyreği itibarıyla "İkinci Safha" anlaşmasına yönelik herhangi bir adımın atılmadığı görülmektedir. Ayrıca, Çin, Japonya, Güney Kore, Yeni Zelanda ve Avustralya ile ASEAN üyesi 10 ülkenin de içinde bulunduğu dünyanın en büyük serbest ticaret anlaşması olan "Bölgesel Kapsamlı Ekonomik Ortaklık Anlaşması (RCEP)"ı 2020 Kasım ayında imzalanmıştır. RCEP anlaşmasının, Çin'in Asya-Pasifik bölgesindeki ekonomik hâkimiyetini artıracığı öngörülmektedir. Bu gelişmeler, dünyanın iki büyük ekonomisi arasındaki gerginliklerin birçok eksende devam ettiğini göstermektedir.



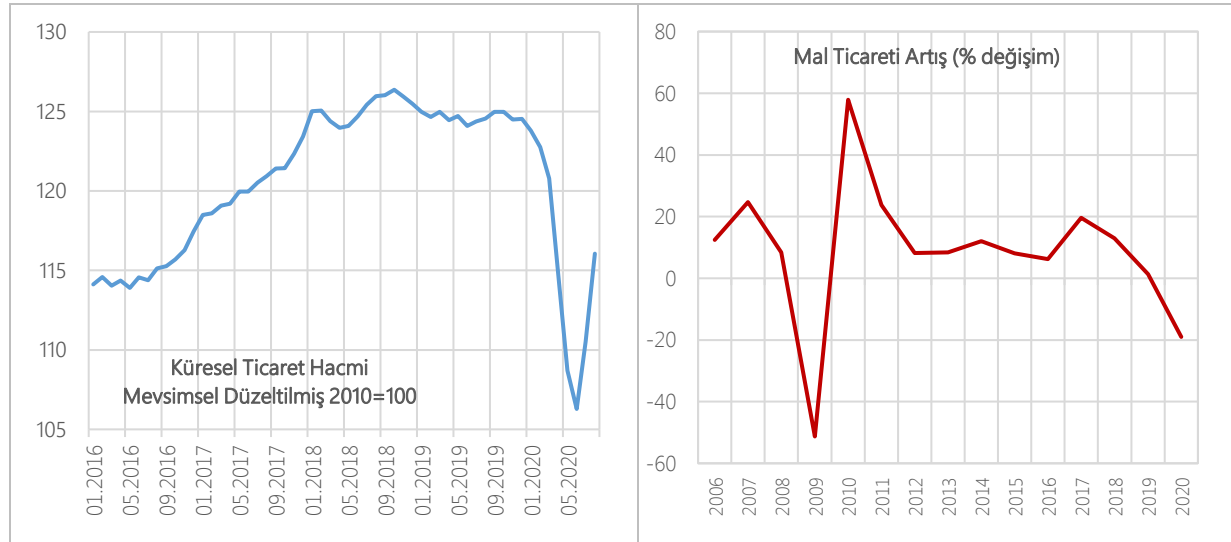
Salgın, küresel ticaret hacminde keskin daralmaya yol açmıştır. Küresel ticarete, 2020 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 14,3 oranı ile tarihteki en sert düşüş gerçekleşmiştir. Bölgeler itibarıyla bakıldığında, bu dönemde Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinde ihracat sırasıyla yüzde 24,5 ve yüzde 21,8 oranında düşerken, Asya ülkeleri ihracatı yüzde 6,1 düşüşle fazla etkilenmemiştir. 2020 yılı Haziran ayından itibaren vaka sayılarındaki azalış ile birlikte küresel ticaret hacmi toparlanmaya başlamıştır. Bu gelişmede, küresel ticarete önemli payı olan Çin'de ekonomik faaliyetlerin kısa sürede toparlanması ve tıbbi ekipman ve elektronik ürünler ihracatındaki artış etken olmuştur.

Dünya ticaret hacmi CPB aylık verileri göre Ağustos 2020'de yüzde 16 oranında artmıştır. Dünya Ticaret Örgütü (WTO) verileri küresel ticarete üçüncü çeyrekte kısmi bir toparlanmaya işaret etmektedir. Ancak, önümüzdeki süreçte başta Avrupa ülkeleri olmak üzere vaka sayılarındaki artışa bağlı olarak yaşanan karantina uygulamalarının küresel ticareti olumsuz etkilemesi beklenmektedir. UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*)'a göre küresel ticaret hacmi 2020 yılının üçüncü çeyreğinde 2019 yılının aynı dönemine göre yüzde 5 azalma göstermiştir.

Dünya Ticaret Örgütü (*World Trade Organization*) 2020 yılının tamamında küresel mal ticareti hacminin yüzde 9,2 daralacağını tahmin etmektedir. IMF tahminlerine göre küresel ticaret hacminin, 2020 yılı sonunda, 2008-2009 yılındaki mali krize benzer bir şekilde yüzde 10'un üzerinde daralacağı tahmin edilmektedir. Uluslararası kuruluşlarca ticaret hacminin seyrine ilişkin tahminlerdeki aşağı yönlü revizyonların, ülkemize ve ana ticaret ortaklarımıza da yansıdığı gözlenmiştir. Ancak aşı çalışmalarında sona gelmesi ve iyimser beklentiler ile birlikte 2021 yılında IMF tahminlerine göre dünya ticaret hacminin yüzde 8 artacağı tahmin edilmektedir.

Dünya Ticaret Örgütü ise dünya ticaret hacminin 2021 yılında yüzde 7,2 artacağını tahmin ederken, salgının seyri ve ülkelerin salgının etkilerini azaltmaya yönelik politikalarının yarattığı belirsizliklerin çok yüksek olduğuna dikkat çekmektedir.

Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi



Kaynak: CPB, UNCTAD

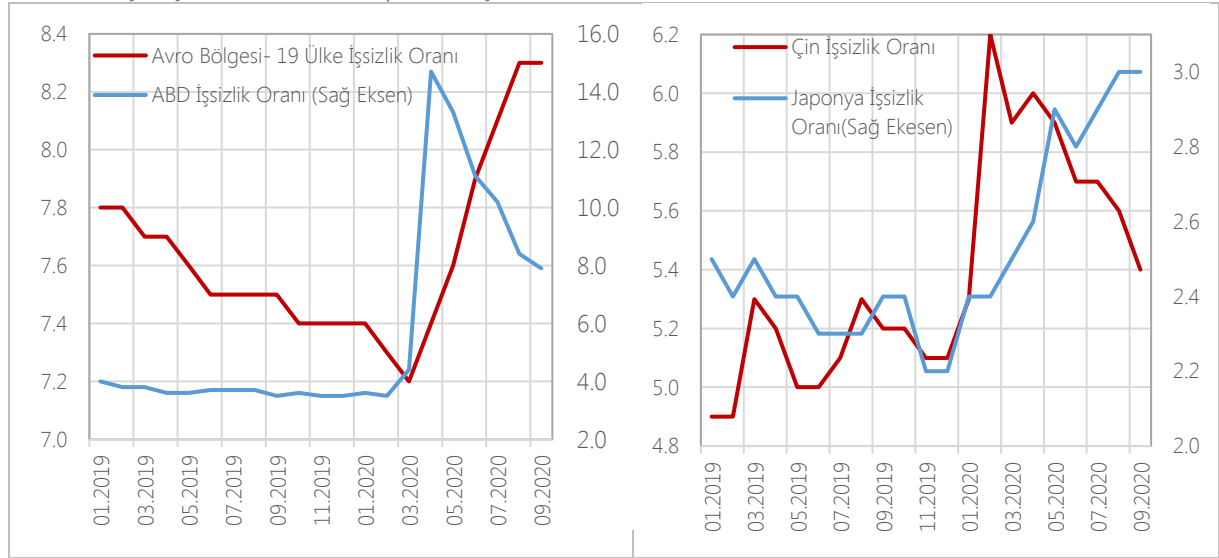
Yılın tamamına yönelik olarak ise Dünya Ticaret Örgütü (*World Trade Organization*) 2020 yılında küresel mal ticaret hacminin yüzde 9,2 daralacağını tahmin etmektedir. Nitekim IMF tahminlerine göre de küresel ticaret hacmi 2020 yılı sonunda 2008-2009 yılındaki mali krize benzer bir şekilde yüzde 10'un üzerinde daralacağı tahmin edilmektedir. Uluslararası kuruluşlarca ticaret hacminin seyrine ilişkin tahminlerdeki aşağı yönlü revizyonların, ülkemiz ve ana ticaret ortaklarımıza ilişkin

tahminlere de yansıdığı gözlenmiştir. Ancak, aşı çalışmalarında sona gelmesi ve iyimser beklentilerle birlikte, IMF 2021 yılında dünya ticaret hacminin yüzde 8 artacağını öngörmektedir.

### 2.3 İşgücü

2020 yılı ilk yarısında birçok sektörün kısmen veya tamamen kapanması sonucunda ortaya çıkan ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama, küresel ölçekte işgücü piyasalarını hayli olumsuz etkilemiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde normalleşme adımlarıyla birlikte küresel ekonomik aktivitede kaydedilen artış işgücü piyasasını da kısmen olumlu yönde etkilenmiştir. Uluslararası Çalışma Örgütü'nün (ILO) 23 Eylül tarihinde yayımladığı Kovid-19'un işgücü üzerindeki etkilerinin izlendiği rapora göre; 2020 yılının üçüncü çeyreğinde 2019 yılı son çeyreğine göre 345 milyon kişilik tam zamanlı işe eşdeğer bir istihdam kaybı beklenmektedir. Bu kaybın yılın ikinci çeyreğindeki kayıptan 150 milyon daha az tam zamanlı iş kaybı olacağı tahmin edilmektedir. Bu durum küresel ekonomik aktivitenin kısmen toparlanma yoluna girdiğini ve alınan tedbirlerin neticesinde işgücü piyasasının da yılın ilk yarısında oranla düzeleceğini göstermektedir. Ayrıca, ILO verilerine göre salgın sürecinde kayıt dışı çalışan erkeklerin yüzde 32'si olumsuz etkilenirken, bu oran kayıt dışı çalışan kadınlarda yüzde 42 ile çok daha yüksek olduğu tahmin edilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, Kovid-19 salgını istihdam piyasasında ve dolayısıyla hanehalkında ciddi bir yıkım oluşturmuş ve gelir dağılımında ciddi sorunlara yol açmıştır. Ancak, yılın üçüncü çeyreğinde yaşanan gelişmeler ışığında bu kayıpların görece azalacağı tahmin edilmektedir.

Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları



Kaynak: EUROSTAT, ILO

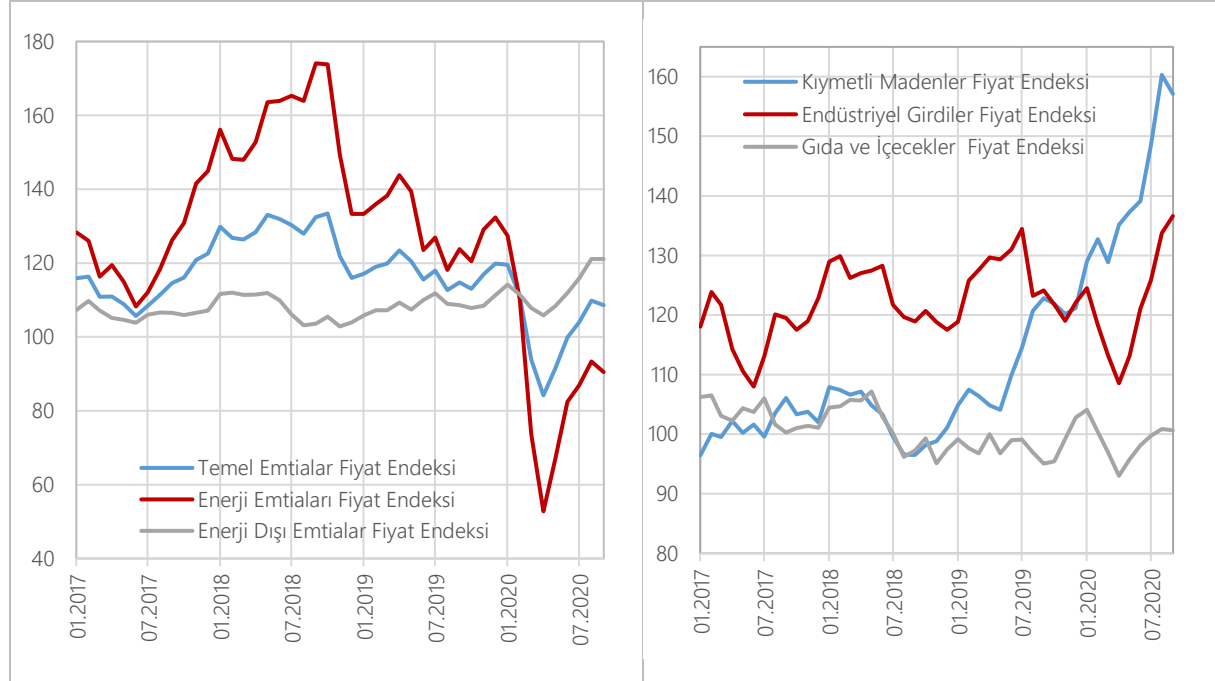
Grafik 3'te görüleceği üzere işsizlik oranlarında gelişmiş ekonomilerde yılın ilk yarısında salgın kaynaklı artışlar meydana gelmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde ise küresel ekonomik aktivitenin bir miktar toparlanma göstermesiyle işsizlik oranlarında görece düşüş eğilimi izlenmiştir. Uzun süredir yüzde 4 civarında istikrar kazanan ABD işsizlik oranı, yavaşlayan ekonomik aktivitenin etkisiyle Nisan 2020'de yüzde 14,7'ye yükselmiş, daha sonra ekonominin açılmasıyla Eylül ayında yüzde 7,9'a gerilemiştir. Ancak hala işsizlik ABD'de salgın öncesi döneme kıyasla yüksek seviyededir. Bu süreçte, salgının merkez üssünün Avrupa'ya kaymasıyla birlikte bu ekonomilerde düşüş eğiliminde olan işsizlik oranı yeniden tırmanışa geçerek yüzde 8,3'e yükselmiştir. Salgın açısından Çin ekonomisindeki en kötü ay olan Şubat ayında yüzde 6,2'ye yükselen işsizlik oranı, yılın üçüncü çeyreğinde toparlanan ekonominin de etkisiyle Eylül ayında yüzde 5,4'e gerilemiştir. İşsizlik oranı

Japonya ekonomisinde her ne kadar yüzde 2'ler gibi düşük seviyelerde seyretse de, salgından sonra artışa geçerek yüzde 3'e yükselmiş ve henüz dönüş eğilimine girmemiştir.

## 2.4 Emtia Fiyatları

IMF Temel Emtialar Fiyatları Endeksi izlendiğinde, 2020 yılında keskin bir gerileme görülmektedir. Yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,9 oranında gerçekleşen bileşik emtia fiyat endeksindeki gerileme, yılın ikinci çeyreğinde daha da hızlanmış ve gerileme yüzde 23,6 olmuştur. Üçüncü çeyrekteki küresel talepteki görece toparlanma ise, gerilemenin hızını azaltmıştır. 2020 yılı üçüncü çeyreğinde söz konusu fiyatlardaki düşüş yüzde 6,7 oranında gerçekleşmiştir. Söz konusu gelişmede temel olarak enerji fiyatlarındaki düşüşler belirleyici olmuştur. Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi yılın ilk üç çeyreğinde, sırasıyla, yüzde 23,6, yüzde 50,3 ve yüzde 26,6 oranlarında gerilemiştir. Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksi ise 2020 yılının ikinci çeyreğindeki yüzde 0,2 oranında azalışın ardından yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 8,7 oranında yükselerek ekonomik aktivitedeki toparlanmaya hızlı tepki vermiştir.

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



Kaynak: IMF

2020 yılı ilk yarısında ve üçüncü çeyreğinde Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinde yaşanan gelişmelerde Kıymetli Madenler grubu fiyatlarında yaşanan gelişmeler belirleyici olmuştur. Altın fiyatları, 2020 yılının ilk üç çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla kaydedilen yüzde 21,4, yüzde 30,6 ve yüzde 29,6 oranlarında artarak genel endeksteki seyri belirlemiştir. Altın fiyatları, son yedi yılı aşkın sürenin en yüksek seviyelerini yakalamıştır. Altın fiyatlarındaki bu belirgin yükseliş; yaşanan tarihsel resesyona ve sağlık krizine karşı alınan genişlemeci ekonomik tedbirlerinin kesimlerin kaldıraç oranlarını daha da artırmasından ve yatırımcıların güvenli liman olarak gördükleri altına olan talepteki aşırı artıştan kaynaklandığı görülmektedir.

Endüstriyel Girdiler grubu fiyatları ana metal fiyatlarında yaşanan değişimlere paralel olarak yılın ilk ve ikinci çeyreğinde yüzde 4,3 ve yüzde 12,1 oranlarında azalırken yaşanırken, yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 3,8 oranında artmıştır. Ana metal fiyatları 2020 yılı Şubat ayından Ağustos ayına yüzde 18,2 oranında yükselmiştir. Demir ve bakır fiyatlarındaki gelişmeler, bu gruptaki artışlarda

belirleyici olmuştur. Demir fiyatları, 2020 yılı Şubat Ağustos döneminde yüzde 37 oranında artmıştır Bakır fiyatlarında ise, Çin'in ekonomik toparlanmasına ilişkin iyimserliğin artması, stoklardaki düşüş ve Şili-Peru gibi başlıca üretici ülkelerdeki arz kısıntılarının etkileri belirleyici olmuştur. Aynı dönemde bakır fiyatları yüzde 14,4 oranında yükselmiştir.

Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin son alt grubu olan Gıda ve İçecekler grubu fiyatlarında ise görece yatay bir seyir izlenirken yılın üçüncü çeyreğinde grup fiyatlarında diğer Enerji Dışı Emtialar Fiyatlarıyla paralel bir seyir gözlenmektedir. Söz konusu grup fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde ise yüzde 3,5 oranında artış kaydedilmiştir.

IMF Dünya Ekonomik Görünüm raporunda baz metal fiyatlarına ilişkin beklentilerde yukarı yönlü revizyonlar gerçekleştirilmiştir. Baz metal fiyatları endeksinde 2020 yılında ortalama yüzde 0,8 oranında artış beklenirken, 2021 yılında ise Kovid-19'un uzun dönemli etkilerine ilişkin belirsizlikler ışığında yıllık ortalama yüzde 3 oranında artış olacağı tahmin edilmektedir. Kıymetli Madenler Fiyat Endeksinde, artan küresel belirsizlikler ve destekleyici para politikalarının sürdürülmesi gibi nedenlerle 2020 yılında yüzde 28,4 oranında artış öngörülmüşken; 2021 yılında ise yüzde 10,4 oranında artış beklenmektedir.

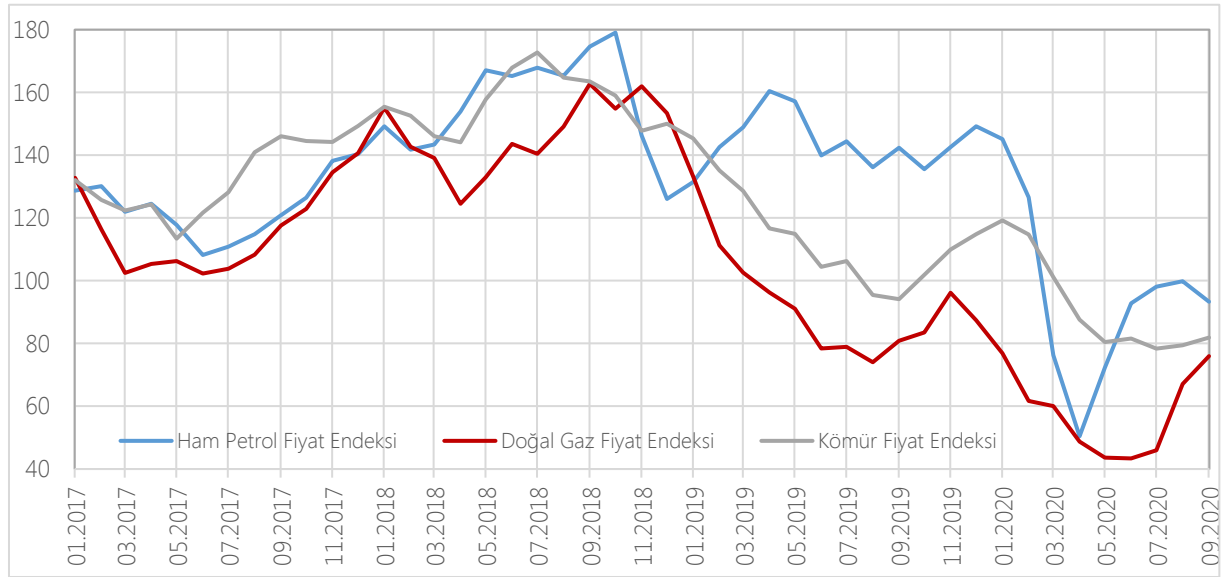
2020 yılında Enerji Emtiaları Fiyat Endeksinde yaşanan gelişmelerde Ham Petrol grubu fiyatlarında yaşanan gelişmeler belirleyici olmuştur. Küresel enerji talebindeki çöküşle birlikte, küresel petrol stoklarının artması, özellikle Nisan ayında petrol fiyatlarının tarihi seviyelere gerilemesine neden olmuştur. Mayıs ayından itibaren ham petrol üretiminde gerçekleşen arz kısıntılarıyla fiyatlarda ılımlı bir toparlanma meydana gelmiştir. Bu yılın ilk üç çeyreğinde sırası ile ortalama 50 dolar, 29 dolar ve 43 dolar olarak gerçekleşen Brent tipi ham petrolün varil fiyatı OPEC+ anlaşmalarıyla arz yönlü etkilerle yükselmiştir. Arz yönlü kısıntılara rağmen 2020 yılı dördüncü çeyreğinde EIA petrol üretici ülkelerin üretimini kısamamaları ve yüksek stokların fiyatların yükselmesi üzerinde baskılayıcı etkiye sebep olacağını düşünmektedir. EIA yüksek seyreden küresel petrol stoklarının fiyatlar üzerinde baskı oluşturduğuna işaret ederken, gelecek yıl petrol stoklarındaki düşüşün fiyatları yükselteceği belirtilmiştir. EIA 2020 yılı dördüncü çeyreğinde Brent tipi ham petrolün ortalama varil fiyatının 42 Dolar olacağını tahmin ederken, 2021 yılında daha dengeli piyasa koşullarının varlığı göz önüne alınarak varil başına 47 Dolar seviyesinden işlem göreceği öngörülmektedir.

IMF Dünya Ekonomik Görünümü raporunda Ham Petrol Fiyat Endeksi için, 2020 yılında yüzde 32,1 oranında daralma beklerken, 2021 yılında ise yüzde 12 oranında toparlanma öngörülmektedir. Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksi için ise IMF, 2020 yılında yüzde 5,6 oranında, 2021 yılı için ise yüzde 5,1 oranında artış tahmin etmektedir. Söz konusu tahminler ve ilgili grupların ağırlıkları dikkate alındığında, Temel Emtialar Fiyat Endeksinde 2020 yılında yaklaşık yüzde 10,8 oranında daralma, 2021 yılında ise yaklaşık yüzde 9,1 oranında artış beklenildiği hesaplanmıştır.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hesaplanmıştır.

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



Kaynak: IMF

## 2.5 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri

Uluslararası kuruluşların tahminlerinde, salgın kaynaklı belirsizliğin yol açtığı güven kaybının tekrar kazanılması için atılması gereken adımların etkileri ve salgınla mücadelede elde edilen olumlu gelişmelerin etkileri belirleyici olmuştur. Ekonomik toparlanmanın sağlanabilmesi için sağlık alanında yeterli destekleyici politikaların uygulanması, koordinasyonu yüksek para ve maliye politikası varlığı ve tüketim ile yatırımı destekleyici finansal koşulların sağlanması gerekli olduğu anlaşılmaktadır. Etkin politika bileşiminin ekonomik görünümü daha iyimser kılmada birincil koşul olduğuna dikkat çekmektedir.

IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Ekim ayı raporunda Haziran 2020 güncellemesindeki küresel daralma tahminini yukarı yönde 0,5 puan revize ederek yüzde -4,4'e yükseltmiştir. Raporda revizyonun kaynağı olarak, 2020 yılının ikinci çeyreğinde özellikle gelişmiş ülkelerde salgın önlemlerinin kademeli şekilde gevşetilmesiyle büyümede yaşanan olumlu seyir gösterilmiştir.

IMF gelişmiş ekonomiler 2020 yılı büyüme öngörüsünü, bir önceki rapora göre 2,3 puan yukarı revize ederek, yüzde -5,8'e çekmiştir. Başlıca ülkelere ait daralma öngörülleri ise ABD için yüzde -4,3; Japonya için yüzde -5,3; İngiltere için yüzde -9,8; Almanya için yüzde -6,0; Fransa için yüzde -9,8; İtalya için yüzde -10,6 ve İspanya için ise yüzde -12,8 olarak açıklanmıştır.

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

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ara dönem "Ekonomik Görünüm" Raporunda, bir önceki rapordan farklı olarak, salgın önlemlerinin kademeli gevşetilmesi ve etkin politika yapıcılarının varlığı gibi nedenlerle küresel ekonomik görünümün salgın öncesi dönemlere yakınsamaya başladığı dile getirilmiştir. Raporda, küresel ekonomik aktivitenin olumlu seyir izlediği vurgulanmış; ancak, yüksek belirsizliğin varlığına dikkat çekilmiştir. Etkin politikaların kullanılmasının; başta sağlık alanında iyileşmenin sağlanması, eş güdümlü çalışan para ve maliye politikalarının varlığı ve tüketiciler ile firmalara yeterli desteğin sağlanmasına bağlı olduğuna değinilmiştir. Ayrıca, tam anlamıyla toparlanmanın ise sürdürülebilir, kapsamlı ve çevre dostu bir büyüme ile gerçekleşebileceğinin önemi vurgulanmıştır.

OECD Raporunda 2020 yılı ilk yarısında küresel ekonomik aktivite II. Dünya Savaşı'ndan bu yana en büyük çöküşü yaşadığı dile getirilerek, ikinci çeyrekteki çöküşten ılımlı bir toparlanmayla 2021 yılı dördüncü çeyreğinde salgın öncesi seviyelere geri dönülebileceği tahmin edilmiştir. Ayrıca raporda, Covid-19 salgınının dünya ekonomisine maliyetinin 7 trilyon dolar olduğu tahminine yer verilmiştir. Raporda iki farklı senaryodan bahsedilerek, bunlardan ilkinin tüketici ve sektörel güvenin hızlı bir şekilde yükseldiği, aşı çalışmalarının hız kazanmasıyla salgın endişelerinin hafiflediği ve karantina sürecinin olmadığı iyimser senaryo olduğu; diğer senaryonun ise belirsizliğin had safhada olduğu, güven ortamının zedelendiği, sıkı kapanmanın yapıldığı bir senaryo olduğu dile getirilmiştir. İyimser senaryoda dünya ekonomisinin kaybının 4 trilyon dolar olacağı tahmin edilirken, kötümser senaryoda ise kaybın 11 trilyon dolar olacağı tahmin edilmiştir.

OECD'nin tek dipli senaryo tahminlerine göre, küresel ekonominin, Haziran raporuna göre 1,5 puan yukarı revize edilerek yüzde 4,5 oranında daralacağı öngörülmektedir. 2021 yılında ise, dünya ekonomisinin yüzde 5 oranında büyümesi beklenmektedir.

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.

Tablo 2: Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri

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

Kaynak: IMF, OECD, Dünya Bankası

Uluslararası kuruluşların raporlarında salgın kaynaklı belirsizlik ortamının devam ettiğinden ve ekonomik toparlanmanın güven olmadan sağlanmasının mümkün olmayacağı tespiti öne çıkmaktadır. Ekonomik toparlanmanın sağlanması için gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde güven ortamının sağlanması gerekliliğine vurgu yapıldığı görülmektedir. Raporlarda belirsizliklerin kaynağı olarak; halk sağlığında gerekli ihtiyaçların karşılanması yönündeki riskler, zayıf talep ile turizm gelirlerindeki sert düşüş ve finansal sistemdeki kırılganlıklarla azalan sermaye akımları sıralanmıştır. Önceliğin salgını önlemek için geliştirilen aşı çalışmalarına verilmesi gerekliliğine değinilmiş, bunun yanında salgınla baş edemeyecek derecede sınırlı kapasitelere sahip ülkelere yardım edilmesi çağrısında bulunulmuştur.

Salgınla başa çıkmak için etkin politika kullanımının önemine dikkat çekilen raporlarda hükümetlerin maliye politikasını çok çabuk sıkılaştırma hatasından kaçınmaları gerektiğine vurgu yapılmıştır. Ayrıca hükümetlerin şirket iflaslarını ve işsizliği azaltıcı destekleyici politikalarda sürekliliği sağlamaları önerisinde bulunulmuş, hükümetlere "yeşil ekonomi" için daha fazla harcama yapması çağrısı yapılmıştır.

### 3 Bölgesel Görünüm

2020 yılında küresel ekonominin yüzde 4,4 oranında daralacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, ekonomik faaliyetin bölgelerarası ve ülkelerarası ayrışmanın devam edeceği öngörülmektedir. 2020 yılındaki derin durgunluğun ardından, 2021 yılında kısmi bir toparlanma yaşanacağı tahmin edilmektedir. Ancak, bu derin ekonomik gerileme arz potansiyeline zarar verdiği için, ileriki yıllarda potansiyel üretim üzerinde kalıcı etkiler bırakacağı görülmektedir.

#### 3.1 Gelişmiş Ekonomiler

IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Ekim güncellemesinde gelişmiş ekonomiler için 2020 yılı küçülme tahmini Haziran raporuna göre 2,3 puan revize ederek yüzde -5,8 oranına çekmiştir. ABD ve Avro Bölgesi'nde ikinci çeyrekte ekonomik gelişmeler beklenenden iyi gerçekleşmesi, revizyonun olumlu yönde gerçekleşmesini sağlamıştır. ABD ekonomisi 2020 yılında yüzde 4,3 oranında daralacağı öngörülürken, 2021 yılında pozitif büyüme ile toparlanması beklenmektedir. Avro Bölgesinde ise ABD ekonomisine göre 2020 yılında daha derin bir daralma beklenirken, 2021 yılında toparlanmanın daha hızlı olması öngörülmektedir. Japonya ekonomisinde durum ise, ABD ve Avro Bölgesindeki ekonomik gelişmelerin ortasında bir yerde olması beklenmektedir.

##### 3.1.1 ABD

ABD ekonomisinde, 2020 yılı ikinci çeyrekte yüzde 31,4 oranındaki savaş sonrası tarihindeki en keskin daralmanın ardından üçüncü çeyrekte yüzde 33,1 ile şimdiye kadarki en büyük toparlama yaşamıştır<sup>3</sup>. Salgının yayılmasını kontrol etmeye yönelik sokağa çıkma kısıtlamalarında hafiflemeye gidilmiş, salgına karşı yardım yasası (CARES Act) ile sağlanan teşvik ve haftalık işsizlik yardımlarıyla artan kişisel harcamalar büyümenin ana itici gücü olmuştur. Yıllık bazda ise ikinci çeyrekte yüzde 9,0 oranındaki küçülmenin ardından üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 2,9 oranında daralma kaydedilmiştir<sup>4</sup>.

ABD Merkez Bankası (Fed), ekonomiye destek amacıyla üçüncü çeyrekte politika faizini değiştirmeyerek %0-0,25 aralığında sabit tutmuştur. Salgından önce sağlam finansal durumda olan eğitim kurumları, hastaneler ve sosyal hizmet kuruluşları gibi kar amacı gütmeyen kuruluşlar için krediye daha fazla erişim sağlamak amacıyla "Main Street Lending Program"ı genişletmiştir. Eylül ayında Fed, politika faiz oranının enflasyon yüzde 2'ye yükselene kadar artırılmayacağını belirtmiştir. Yürürlüğe giren politikaların bir sonucu olarak finansal koşullar uyumlu hale gelirken, Fed tarafından sağlanan büyük miktardaki likidite, varlık fiyatlarında artışa neden olmuştur. Bu durum, finansal varlıklarının büyük bir bölümünü hisse senedi olarak elinde bulunduran üst kesimin servetinin daha da artmasına sebep olmuştur.

Ağustos ayı başında Afet Yardım Fonu'ndan sağlanan 44 milyar dolar değerindeki destek geçici bir çözüm olmuş, yeni bir mali destek paketi umudunun Başkanlık seçimi sonrasına kalması, yılın son çeyreğinde ABD ekonomisinin, salgının ikinci dalgasıyla birlikte yeniden yavaşlama eğilimine girmesine yol açmıştır.

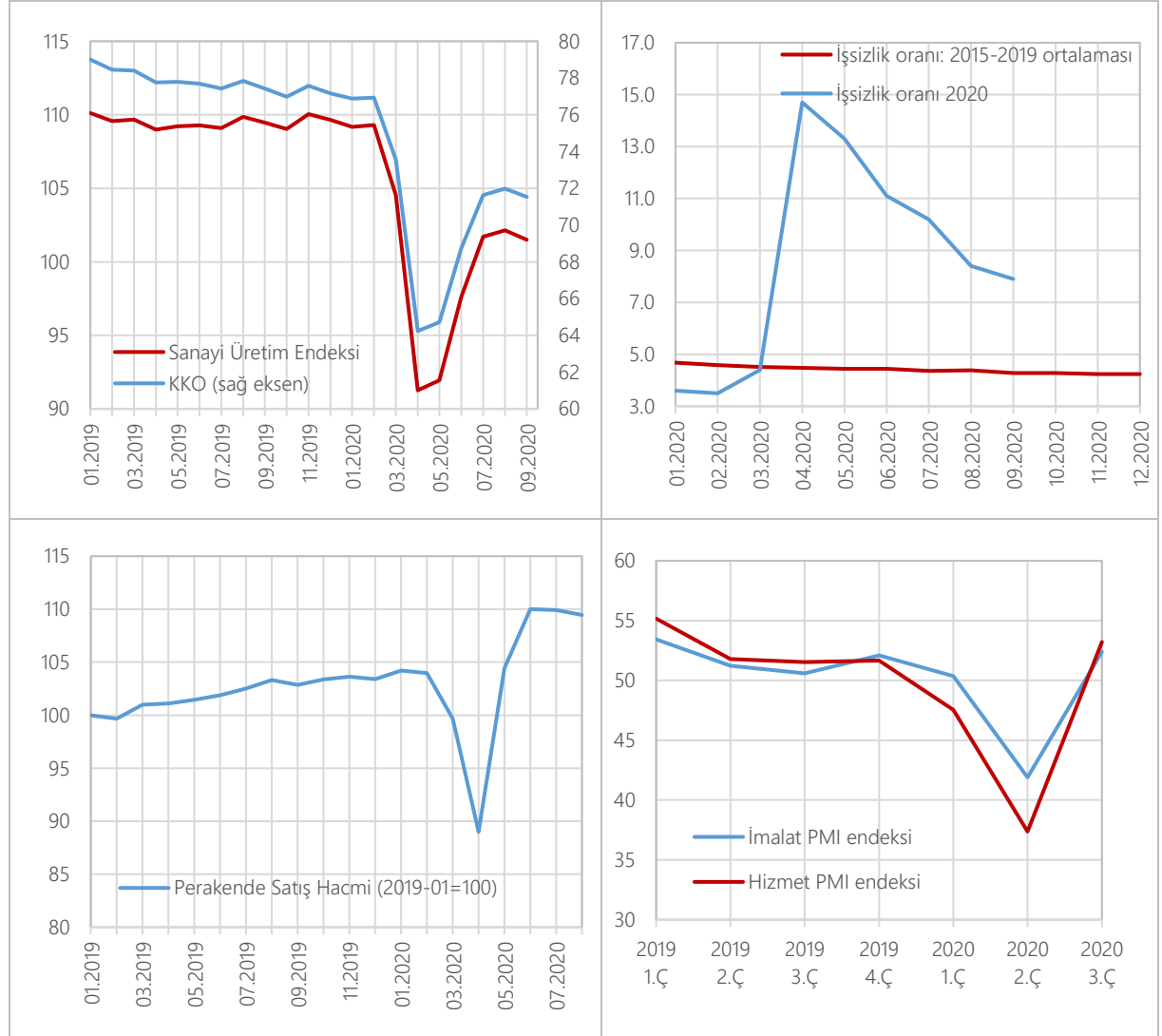
İmalat ve hizmet PMI endeksleri Mayıs ayından itibaren devam etmekte olan artışını sürdürmüş ve üçüncü çeyrekte 50'nin üzerine çıkarak faaliyette kısmi de olsa bir toparlanma olduğunu göstermektedir. Eylül ayında 53,2 olan imalat PMI endeksi pandemi öncesi seviyenin üzerine

<sup>3</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış yıllıklandırılmış.

<sup>4</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış.

çıkarak yıl boyunca gerçekleşen en yüksek değere ulaşmıştır. Eylül ayı hizmet PMI endeksindeki kısmi düşüş ise salgında ikinci dalganın ilk yansıması olarak görülmektedir.

Grafik 6: ABD Ekonomisine ilişkin Göstergeler



Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, www.federalreserve.gov, U.S. Census Bureau, Bloomberg

ABD'de sanayi üretimi, kapasite kullanım oranları ve perakende satışlar normalleşme ve zorunlu olmayan tüketim harcamalarındaki artış ile birlikte yukarı yönlü hareket etmiştir. Ancak, firmaların bu canlanmaya temkinli yaklaşması sebebiyle sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları pandemi öncesi seviyelerin oldukça altında kalmaya devam etmektedir.

Haziran ayında yüzde 11,1 seviyesinde olan işsizlik oranı, üçüncü çeyrekte kademeli olarak düşmüştür. İşsizlik oranı Eylül ayında Covid-19 şokundan toparlanmada azalan hükümet teşviki ve yeni vakalardaki artışla birlikte yavaşlama işaretleri gösterdiği için salgın öncesi Şubat ayında rapor edilen değer 2 katından fazla olarak yüzde 7,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Grafik 6'dan görüleceği üzere son 5 yıl ortalamasına yakınsamakla birlikte halen ortalamanın üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Bu durum, konaklama ve ulaşım gibi bazı sektörlerin kısıtlamalardan etkilenmeye devam ettiğini ve bu sektörlerdeki işgücünün diğer sektörlere kaydırılmasında engeller bulunduğunu yansıtmaktadır.

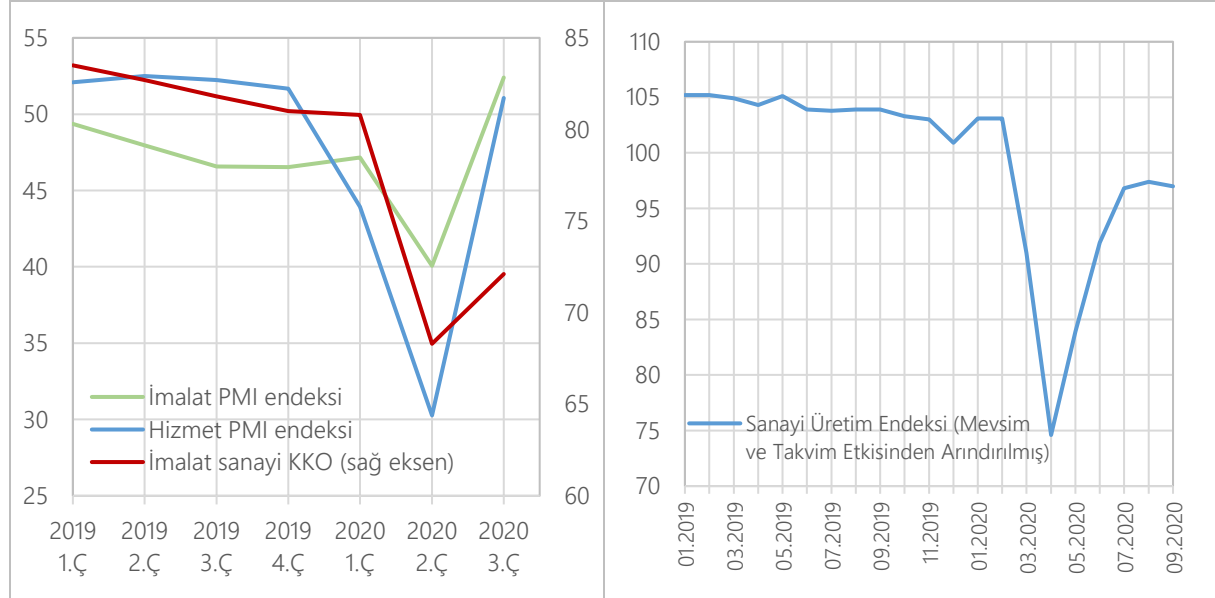


### 3.1.2 Avro Bölgesi

Avro Bölgesi, ikinci çeyrekte hükümetler tarafından salgını kontrol altına almak için alınan tedbirler nedeniyle faaliyetlerini donduran işletmeler ve hanehalkı harcamalarındaki gerileme kaynaklı olarak yüzde 11,8 oranında küçülürken, üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 12,7 oranında büyümüştür. Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre ise, 2020 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 14,8 küçülen Avro Bölgesi, üçüncü çeyrekte de yüzde 4,3 oranında daralmıştır.<sup>5</sup> Üçüncü çeyrekteki göreceli toparlanma, salgınla ilgili kapanma önlemlerinin hafifletilerek, işletmelerin faaliyetlerine devam etmesine ve hanehalkının seyahat sınırlamalarının kaldırılmasıyla gerçekleşmiştir. Ülkeler açısından bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde Fransa ekonomisi önceki çeyreğe göre yüzde 18,2 büyürken, ikinci çeyrekte Avro Bölgesinde en kötü performans gösteren İspanya ise yüzde 16,7 oranında büyüme kaydetmiştir.

Normalleşme ile birlikte imalat ve hizmet PMI endeksleri üçüncü çeyrek ortalaması 50'nin üzerine çıkmıştır. İmalat PMI endeksindeki artış sürekli olurken, Temmuz ayında 54,7 olan hizmet PMI endeksi pandemide ikinci dalga alarmıyla birlikte Ağustos ve Eylül aylarında düşüşe geçmiş ve Eylül ayında 48 değeriyle hizmet sektörü faaliyetlerindeki daralmayı göstermiştir.

Grafik 7: AB PMI, KKO ve Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: Bloomberg, Eurostat

Grafik 7'den görüleceği üzere ikinci çeyrekte kapasite kullanım oranı 68,3 iken, üçüncü çeyrekte 72,1'e ulaşmıştır. Nisan ayında dibi gören AB sanayi üretim endeksi üçüncü çeyrekte kısmi olarak artsa da pandemi öncesi ortalamaların hayli uzağında bir görünüm sergilemektedir.

AB liderleri, AB'nin Kovid-19 salgınının neden olduğu krizle mücadele etmesine yardımcı olmak amacıyla 750 milyar avroluk bir kurtarma çabası olan Yeni Nesil AB (*Next Generation EU*) ve 2021-2027 yıllarını kapsayan 1.074,3 milyar avro değerinde yeni Çok Yıllı Finansal Çerçeve (*Multiannual Financial Framework-MFF*) üzerinde anlaşmaya varmışlardır. Avrupa Birliği Konseyi, bütçe değişiklik taslağı ile Kovid-19 krizinin etkisini ele almak ve aşı stratejisini finanse etmek amacıyla AB 2020 bütçesini 6,2 milyar avro artırmayı kabul etmiştir. Revize edilen bütçe, Kovid-19 aşısının geliştirilmesi ve uygulanmasını sağlamak amacıyla Acil Durum Destek Aracı (*Emergency Support*

<sup>5</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış

*Instrument-ES*) ödemelerini 1,09 milyar avro Koronavirüs Müdahale Yatırım Girişimi (*Coronavirus Response Investment Initiative-CRII*) ve *CRII+* ödemelerini ise 5,1 milyar avro artırmaktadır. Konsey ayrıca Kovid-19 krizi sırasında işsizlik risklerini azaltmak için geçici bir AB aracı olan Acil Durumda İşsizlik Risklerini hafifletmek için geçici Destek (*SURE*) kapsamında 16 üye devlete AB kredileri şeklinde 87,4 milyar avroluk mali desteği onaylamıştır.

Avro Bölgesinde işsizlik oranı, ücretleri sübvans eden ve çalışma saatlerini kısaltan işgücü sürdürme programlarına rağmen üçüncü çeyrekte de artmaya devam etmiş ve Eylül ayında yüzde 8,3 ile yıl içerisindeki en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Avrupa Merkez Bankası (*ECB*), politika faiz oranlarını değiştirmemiş, bilançosunu AB için salgın başlangıcı olan Mart ayından ve Ağustos ayına kadar bölge GSYH'sının yaklaşık yüzde 16'sı kadar genişletmiştir. Yeni Pandemi Acil Durum Alım Programı (*Pandemic Emergency Purchase Program-PEPP*) ile kamu bono ve tahvil faizlerini kontrol ederken para politikası tutumunda önemli bir gevşeme sağlamıştır. ECB ayrıca yeni ikili takas hatları (Bulgaristan, Hırvatistan) ve repo hatları (Arnavutluk, Macaristan, Kuzey Makedonya, Romanya, Sırbistan) ile Avro Bölgesi dışındaki ülkelerin merkez bankalarına verdiği desteği de güçlendirmiştir.

### 3.1.3 Japonya

2020 yılı ilk çeyrekte yıllık yüzde 1,8 küçülen Japonya ekonomisi, ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 9,9 oranında küçülme kaydetmiştir.<sup>6</sup> Japonya'da Temmuz sonundan Ağustos ayı ortasına kadar Kovid-19'da ikinci dalga ile vakalarda sınırı artış gerçekleşmiş ve nispeten düşük ölüm oranları yaşanmıştır. Vaka sayılarındaki azalma ile merkezi ve yerel yönetimler, büyük ölçekli ve yakın kişisel temas içeren faaliyetler üzerindeki kısıtlamaları kademeli olarak kaldırmıştır.

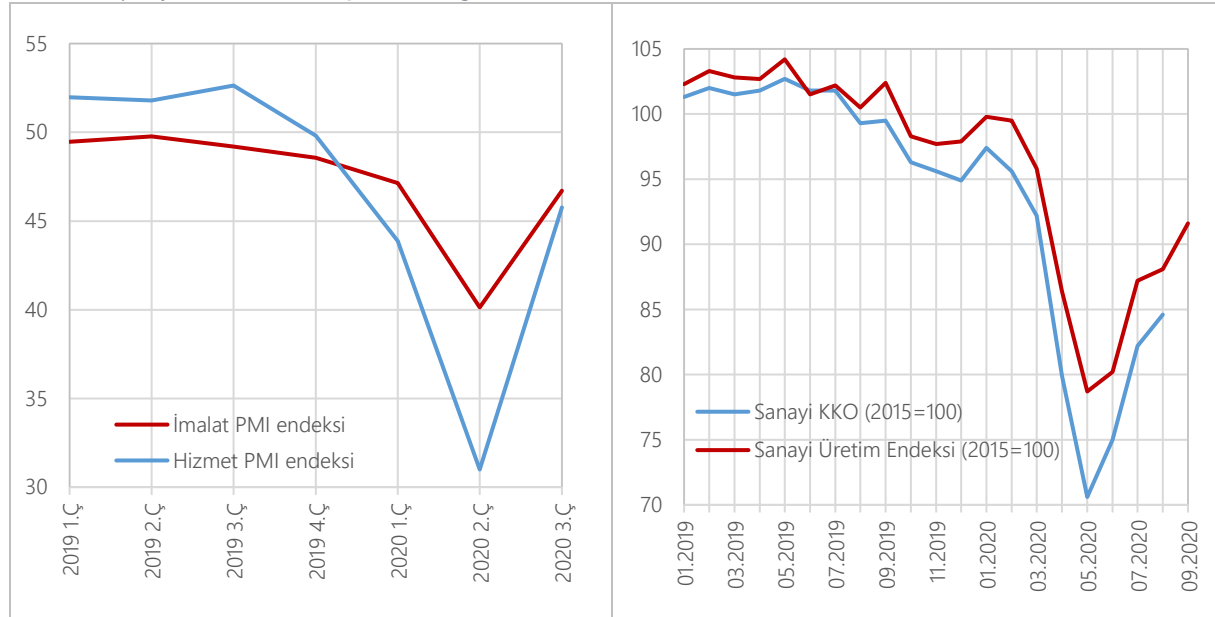
25 Temmuz'da hükümet, GSYH'nın %0,3'ü değerinde olan 1,7 trilyon yen tutarında seyahat harcamalarının yarısına kadar sübvansiyon sağlayarak iç turizmi destekleyen "Seyahate Git Kampanyası" başlatmıştır. Ayrıca, hükümet 28 Ağustos'ta 2020 ek bütçesine dâhil edilen acil durum fonu tarafından finanse edilecek olan ve 2020 sonuna kadar PCR tespit kapasitesinde önemli bir artış sağlama, 2021 ortasına kadar tüm yerleşikler için evrensel aşı tedariki ve yerel yönetimlerin tıp ve sağlık merkezi kapasitelerini genişletme çabalarına desteği kapsayan yeni bir sağlık önlemleri paketi açıklamıştır. Firmalara ve çalışanlara verilen desteklerle işsizlik oranında çok büyük artış olmamasına rağmen işsizlik oranı Ağustos ve Eylül aylarında yüzde 3'e ulaşarak Mayıs 2017'den bu yana en yüksek oran olarak kayıtlara geçmiştir. Bununla birlikte, reel ücretlerde yaygın bir gerileme söz konusudur.

Japonya Merkez Bankası (BoJ), kısa vadeli faiz oranını yüzde -0,1'de tutmuş ve 10 yıllık Japon devlet tahvili getirisi hedefini de yüzde 0 civarında sabit bırakmıştır.

---

<sup>6</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmamış.

Grafik 8: Japonya Ekonomisine İlişkin Göstergeler



Kaynak: Bloomberg, www.meti.go.jp

Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere, 2020 yılı ikinci çeyrekte 2019 yılı itibarıyla dibi gören ortalama imalat ve hizmet PMI endeksleri, üçüncü çeyrekte toparlanmaya geçmiş ve salgın öncesi seviyeye yakınsamıştır. Üçüncü çeyrekte ortalama hizmet PMI endeksi beklenildiği gibi imalat PMI endeksine kıyasla daha hızlı toparlanma göstermiştir. Sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları da üçüncü çeyrekte artış göstermesine rağmen henüz salgın öncesi seviyeye ulaşamamıştır.

### 3.2 Gelişmekte olan Ekonomiler

Pek çok gelişmekte olan ülke ve yükselen piyasa ekonomisi, salgından ağır bir şekilde etkilenmiştir. Salgının olumsuz etkilerini hafifletmek adına çoğu ülke kapsamlı borçlanmaya yönelmiş ve mevcut kırılganlıklarını daha da arttırmıştır.

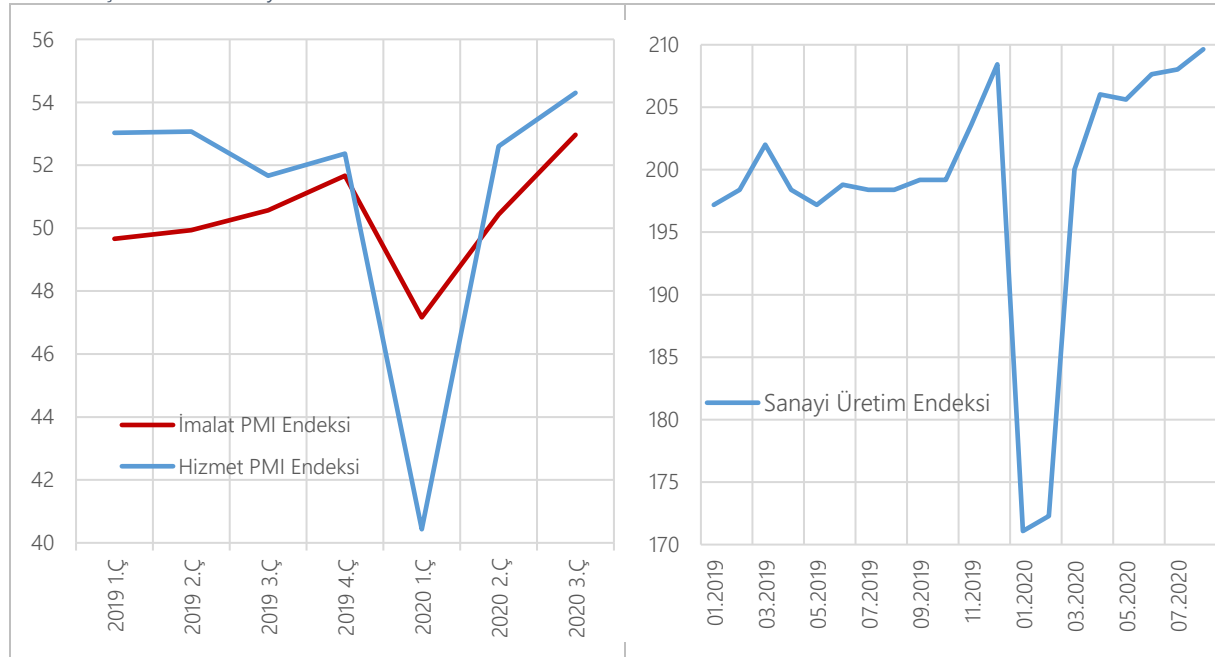
IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Ekim güncellemesinde gelişmekte olan ekonomiler için 2020 yılı küçülme tahmini Haziran raporuna göre -0,2 puan revize ederek yüzde -3,3 oranına çekmiştir. Hindistan ve Endonezya gibi büyük ekonomilerin salgını kontrol altına almaya devam ettiği yükselen Asya da dahil olmak üzere, tüm yükselen piyasa ve gelişen ekonomi bölgelerinin bu yıl küçülmesi beklenmektedir.

#### 3.2.1 Çin

2020 ilk çeyreğindeki yüzde 6,8 daralmanın ardından Çin, Covid-19 salgınına rağmen, 2020 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 3,2 oranında büyümüştür. Salgınla mücadeledeki başarı, altyapı çalışmalarındaki artış, emlak yatırımları, eyaletler arası seyahat kısıtlamalarının azaltılması ve sanayi üretimindeki artışın, bu hızlı toparlanmanın ana dinamikleri olduğu düşünülmektedir. Üçüncü çeyrekte ise Çin ekonomisi yıllık bazda yüzde 4,9 oranında genişleyerek üst üste iki çeyrek pozitif büyüme yakalamış ve küresel salgının yaratmış olduğu durgunluktan hızla çıkışın sinyallerini vermiştir. Salgın, Çin’de kontrol altına alınmasıyla tüketim harcamaları artırmıştır. Perakende satışlar, Ağustos ayında, salgın kısıtlamalarının kademeli olarak gevşetilmesinin ardından bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 0,5 büyümüş ve Aralık 2019’dan bu yana görülen ilk artış kaydedilmiştir. Yalnızca Eylül ayında perakende satışlar yüzde 3,3 artmıştır. 2020’nin birinci çeyreğindeki tarihi daralmanın ardından Çin, 2020’nin ilk dokuz ayında pozitif bir büyüme kaydetmiştir.

Çin’de sokağa çıkma yasaklarının ve sosyal mesafe kurallarının daha da hafifletilmesiyle beraber, hizmetler sektörü yıllık olarak yüzde 4,3 oranında büyüyerek üçüncü çeyrekte yükseliş ivmesini devam ettirmiştir. Buna paralel olarak, diğer sektörler de büyümesini sürdürmüştür. İkinci çeyrekte yüzde 4,4 büyüyen sanayi üretimi, üçüncü çeyrekte yüzde 5,8 büyüyerek kuvvetli bir görünüm sergilemiştir. Diğer taraftan, aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere imalat sanayi satın alma yöneticileri endeksi (PMI) beklentileri aşarak Temmuz'daki 52,8 seviyesinden Ağustos'ta 53,1'e yükselmiştir. Bu gelişme, salgınının bu yılın başında ülke ekonomisine yaptığı olumsuz etkilerin ardından yeniden ekonomik toparlanmaya geçişin meydana geldiğini göstermiş ve 2011 Ocak ayından bu yana sektörde kaydedilen en belirgin iyileşmeye işaret etmiştir. Eylül ayında ise imalat PMI 53,0 seviyesinde gelerek fabrika ve satın alma faaliyetlerinin toparlanmasının ivme kazandığını göstermiştir.

Grafik 9: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: Bloomberg

Çin’in dış ticaret hacmi üçüncü çeyrekte yüzde 7,5 artarak kuvvetli görünümü desteklemiştir. İhracatı geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,2, ithalat ise yüzde 4,3 artmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde, doğrudan yabancı yatırımlar(DYY) salgının ortaya çıkmasından bu yana hem dolar hem de yuan cinsinden ilk kez artış göstermiştir. Çin Ticaret Bakanlığı’nın açıklamalarına göre Eylül ayında, Çin'deki DYY sürpriz bir şekilde yüzde 25,1 artarak yaklaşık 14.25 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Yıllık bazda, Çin'in DYY'si geçen yılın aynı dönemine göre ise Ocak-Eylül döneminde yüzde 5,2 artış göstermiştir.

Eylül ayında, Çin, Moskova-Kazan arasındaki 729 kilometrelik karayolunun 107 kilometrelik bölümünü inşa etmek için bir anlaşma imzalamıştır. Bu karayolu faaliyete geçtiğinde, Çin ile Avrupa arasındaki nakliye ve ulaşım süresinin belirgin oranda azaltılmış olacaktır.

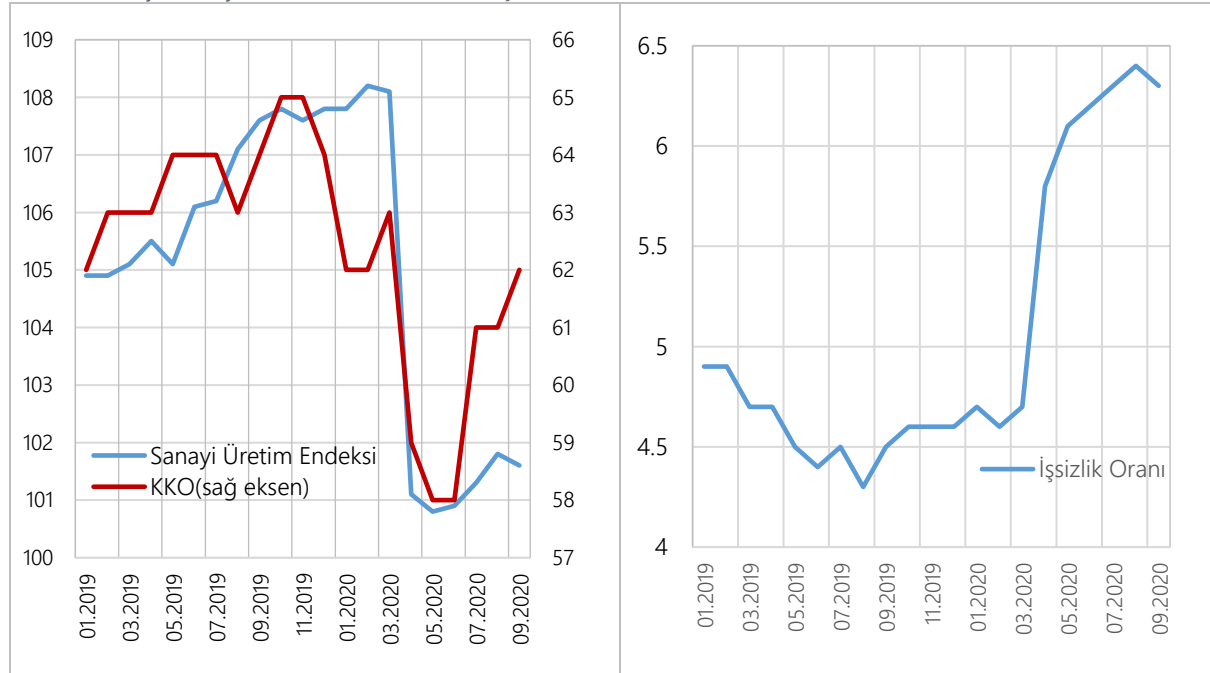
Çin Merkez Bankası (PBOC), Eylül ayı düzeltmesinde gösterge faiz oranlarını üst üste beşinci ayda sabit tutmuştur. Ayrıca, Çin'in salgın döneminde şirketler kesimine destek amaçlı kolaylaştırmış olduğu banka kredilerinin uzun vadede bankacılık sektöründe aktif kalitesi sorunu doğulabileceği ifade edilmektedir.

### 3.2.2 Rusya

Rusya ekonomisi, Kovid-19 salgını ve buna bağlı kısıtlama önlemlerinin yanı sıra düşen petrol fiyatları nedeniyle 2020'nin ikinci çeyreğinde, birinci çeyreğin yüzde 1,6 genişlemesini ardında bırakarak yıllık bazda yüzde 8 küçülmüştür. Bu, 2009 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ekonomik aktivitedeki en sert daralmaya işaret etmektedir. Ekonomi ikinci çeyrekte, mevsimsellikten arındırılmış veriler ışığında bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,2 daralmıştır.

GSYH'nın ikinci çeyrekte son on yılda en keskin şekilde küçülmesinin ardından, ekonomik koşullar üçüncü çeyrekte bir miktar iyileşmiştir. Rusya'da, yedi haftalık bir karantina döneminin ardından 2020 Mayıs ayı ortasından sonra fiziksel mesafe önlemleri kademeli olarak hafifletilmiştir. Mayıs ayında sanayi üretimi yıllık bazda yüzde 9,6 azalmış ve 2009 Eylül ayından bu yana en sert düşüşe işaret etmiştir. Ancak, mali teşvik tedbirlerinin ekonomik faaliyet üzerinde istenen etkiyi yaratması ile sanayi üretimi Temmuz ve Ağustos aylarında sırasıyla yüzde 8 ve yüzde 4,2 azalarak daha ılımlı bir düşüş gerçekleştirmiştir. Diğer taraftan, günlük Kovid-19 vaka sayısı Eylül başında tekrar artmaya başlamıştır. Eylül ayında ise sanayi üretimi, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5 gerilemiş ve böylelikle üst üste altı ay boyunca zayıf bir görünüm sergilemiştir. İmalat sanayi PMI endeksi, Ağustos'ta 51,1'e yükselerek, Nisan 2019'dan bu yana sektörde ilk kez genişleyen koşullara işaret etmişse de bu yükseliş uzun soluklu olmamış, Eylül ayında, yurtiçinde müşteri talebinin zayıflaması, iptal edilen projeler ve azalan ihracat satışları nedeniyle ekonomik faaliyetteki düşüş nedeniyle yeniden eşik değer olan 50 seviyesinin altına gerilemiştir.

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



Kaynak: Bloomberg

Diğer taraftan, azalan ihracatın etkisiyle 2020 Ocak-Ağustos döneminde cari işlemler fazlası 2019'un aynı dönemine göre azalmıştır. Ocak-Ağustos döneminde cari işlemler fazlası geçen yılın aynı dönemindeki 49 milyar dolardan 23,3 milyar dolara gerilemiştir. 2020'nin üçüncü çeyreğinde, cari işlemler fazlası geçen yılın aynı dönemindeki 10,7 milyar dolardan 2,5 milyar dolara gerilemiştir. Düşük petrol fiyatları, Rusya'nın dış ticaret dengesi üzerinde baskı oluşturmaya devam ederken, enerji ihracatı bir önceki yıla göre yüzde 27 düşüşle 30,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Rusya Merkez Bankası (CBR) yönetim kurulu, Temmuz ayında politika faiz oranını 4,25 seviyesine düşürerek 25 baz puanlık indirimine gitmiştir. Eylül ayında faiz indirimlerine ara vermiş ve 18 Eylül'deki toplantısında gösterge faiz oranını yüzde 4,25'te tutmuştur.

### 3.2.3 Brezilya

Şubat sonundaki ilk Kovid-19 vakasından bu yana artan vaka ve ölüm sayıları ile Brezilya, salgının küresel merkezlerinden biri haline gelmiş, sağlık sistemindeki sıkıntılar belirginleşmiştir.

Brezilya ekonomisi, bir önceki dönemdeki yüzde 0,3 daralmanın ardından 2020'nin ikinci çeyreğinde salgının olumsuz etkilerinin bir yansıması olarak yıllık bazda yüzde 11,4 oranında rekor bir küçülme yaşamıştır. Diğer taraftan, ekonomik koşullar üçüncü çeyrekte iyileşme göstermiştir. Sanayi üretimi Eylül 2020'de yüzde 3,4 artmış ve geçen yıl Ekim ayından bu yana sanayi üretimindeki ilk artış olmuştur. Turizm, eğlence, otel ve restoranlar gibi salgından etkilenen sektörleri içeren hizmetlerde de toparlanmalar kaydedilmiştir.

Brezilya Merkez Bankası, 5 Ağustos 2020'de gösterge faiz oranını 25 baz puan daha düşürerek tüm zamanların en düşük seviyesi olan yüzde 2'ye indirmeye karar vermiştir. 2020 yılındaki 250 baz puanlık faiz indirimleri, tarihsel olarak düşük nominal ve reel faiz oranlarına yol açmıştır. 16 Eylül'deki toplantıda ise yüksek enflasyon riskine karşı faiz oranı yüzde 2'de sabit tutulmuştur.

### 3.2.4 Hindistan

Hindistan'da, salgının başlamasıyla zorunlu kılınan ulusal tecrit uygulaması ve bazı eyaletlerdeki ek sokağa çıkma yasağı önlemleri neticesinde yılın ikinci çeyreğinde ekonomik faaliyet, keskin bir şekilde yavaşlamıştır. Böylece, Hindistan ekonomisi 2020'nin ikinci çeyreğinde yıllık bazda yüzde 23,9 oranında küçülmüştür.

Ancak kısıtlama önlemleri 1 Haziran'dan itibaren kademeli olarak kaldırılmıştır. Elektrik tüketimi, liman hacmi, trafik sıklığı ve hava kirliliği gibi yüksek frekanslı veriler, ekonomik aktivitenin Eylül ayında iyileştigiğine işaret etmiştir. Eylül ayında sanayi üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,2 artmıştır. Bu yükseliş yedi ay sonra gerçekleşen ilk artış olmuştur.

Hindistan Hükümeti salgının ekonomik ve sosyal etkilerine karşı çeşitli sosyal koruma önlemleri ve ayrıca küçük ve orta ölçekli işletmeler için likidite ve mali destek yoluyla en yoksullar üzerindeki etkiyi azaltmak için kapsamlı bir politika paketi sunmuştur.

Hindistan'ın işgücünün büyük çoğunluğunun kayıt dışı istihdam edilmesi salgının sosyal etkilerini derinleştirmektedir. Nüfusunun yarısı yoksulluk sınırına yakın yaşamakta olan Hindistan'da marjinal gelir kayıplarının dahi mutlak yoksulluğun yaygınlaşmasına yol açacağı ifade edilmektedir. Bu nedenle özellikle kayıt dışı sektör çalışanlarını korumak için sosyal koruma mimarisi üzerine yeniden çalışılmakta olduğu ifade edilmektedir. Hükümet ayrıca, KOBİ teşvikleri, altyapı sektörü desteği, tarım altyapısı, mikro gıda işletmeleri, özel likidite penceresi vb. dâhil olmak üzere bir dizi başka girişim de duyurmuştur.

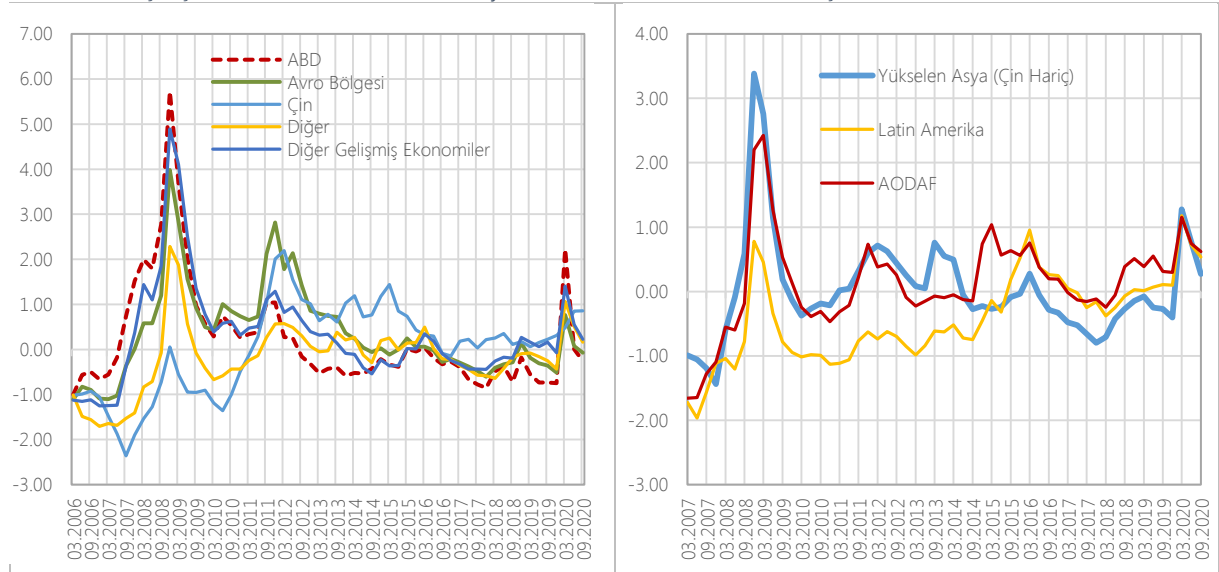
## 4 İstikrar Görünümü

### 4.1 Risk Görünümü

Yeni tip korona virüsün (Kovid-19'un) küresel salgına dönüştüğünün gözlenmesiyle birlikte, küresel makroekonomik ve finansal istikrar son yüzyılın en olumsuz tablolarından biri ile karşı karşıya kalmıştır. 2020 yılının ilk çeyreğinde Kovid-19 salgınıyla oluşan iktisadi gerilim, finansal koşulların aniden sıkışmasına yol açmıştır. Likiditeye ve güvenlik arayışına giren yatırımcı davranışları nedeniyle riskli varlıkların fiyatları keskin düşüşler kaydetmiştir. Risk iştahında görülen ciddi düşüşler, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Aynı dönemde güvenli "limanlara" ani yönelimler gözlenmiştir. Başta altın ve gümüş olmak üzere birçok emtia fiyatları sert yükselirken, gelişmiş ülkelerin Hazine tahvillerine talep artmıştır. Ancak önemli ölçüde sahip ekonomilerde görülen kapanma tedbirleri ve diğer kısıtlamalar, petrol fiyatlarında talep yönlü baskı oluşturmuş ve petrol fiyatları keskin azalış kaydetmiştir. Petrol fiyatlarındaki azalışta, beklenen talep şokunun yanı sıra OPEC+ ülkeleri arasındaki üretim miktarı konusundaki anlaşmazlıklar önemli bir rol oynamıştır.

Söz konusu gelişmeler neticesinde oluşan finansal koşullardaki sıkışma, büyük ölçekli kamu müdahaleleri ile hafifletilmiştir. Finansal koşullardaki sıkışmayı aşma yönünde kapsamlı mali teşvik paketleri ve merkez bankalarının benzeri görülmemiş önlemleri eşanlı uygulanmıştır. Bu süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının politikaları, yatırımcının risk iştahını yukarıya taşımak yönünde olmuştur. ABD, İngiltere, Kıta Avrupası ülkeleri ve gelişmekte olan birçok ülkede politika faiz oranları tarihsel düşük seviyelere inmesiyle reel faizler küresel düzeyde negatife dönmüştür. Ekim 2020 itibarıyla G-10 ülkelerinin merkez bankalarının bilançosu yaklaşık 7,5 trilyon dolar büyümüştür. 20 adet gelişmekte olan ülke ilk defa varlık alım programı uygulamıştır. Bunlara ilave olarak maliye politikaları aracılığıyla küresel düzeyde yaklaşık 12 trilyon dolarlık teşvik uygulamaları hanehalkına ve şirketlere sunulmuştur. Merkez bankalarının olağanüstü faiz indirimleriyle piyasaların riskli varlıkları yeniden fiyatlaması ile "toparlanma" etkisi gözlenmiştir. Bu gelişmelerle bazı hisse senedi piyasaları salgın öncesi performansına dönebilmiştir.

Grafik 11: Gelişmiş Ekonomilerde ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Koşullar



Kaynak: IMF

Alınan önlemler sayesinde yakın gelecekteki risklere karşı şimdilik zaman kazanılmıştır. Benzeri görülmemiş ve zamanında gerçekleşen söz konusu politika tepkileri, küresel ekonomiye kredi akışının sürdürülmesine ve olumsuz makro-finansal koşulların engellenmesine yardımcı olmuştur. Bu sayede mevcut kırılmalıklar ile yeniden toparlanma arasında köprü işlevi gören gelişmeler yaşanmıştır. Bununla birlikte, ekonomik görünümde belirsizlikler ve özellikle reel kesimde kırılmalıklar varlığını korumaktadır.

Kısa vadede etki yaratan bu önlemlere rağmen süregelen belirsizliklere bağlı zayıf büyüme performansı, küresel ekonomi için temel risk faktörleri arasında yer almaktadır. IMF WEO Ekim 2020 raporuna göre 2020 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çok büyük kısmının, yaklaşık yüzde 85'inin, sıfır veya negatif büyüme bölgesinde kalması beklenmektedir. Nitekim bazı düşük frekanslı veriler 2020 yılının üçüncü çeyreğindeki toparlanmanın ivme kaybettiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla toparlanmanın zayıf ve gecikmeli olması halinde likidite baskılarının devam etme riski hala bulunmaktadır. Nitekim nakit açığı yaşayan reel kesim şirketleri daha fazla borçlanmak zorunda kalmışlardır. Benzer biçimde bazı ülkelerin hazineleri mali açıklarını karşılamak için yoğun bir biçimde borçlanma piyasalarını kullanmışlardır.

Önden yüklemeli politika destekleri günümüze kadar yaygın şirket batmalarını engellemiştir. Ancak kriz belirginleştikçe ya da yeniden toparlanmanın süresinin uzaması durumunda, özellikle reel kesim şirketlerinin yüzleştiği likidite baskıları nedeniyle iflasların tetiklenebileceği düşünülmektedir. Bu çerçeveden bakıldığında, sermaye piyasalarına erişimleri kısıtlı olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin daha savunmasız olduğu değerlendirilmektedir. Temerrüde düşme sıklığı veya yaygınlığı, uygulanan destek politikalarının devamlılığına ve ekonomik toparlanmanın gidişatına bağlı olduğundan, sektörler ve ülkeler arasında farklılaşmaların yaşanması muhtemeldir.

Kredi kayıplarında (tahsili gecikmiş alacaklarda) olası artışlar bankaların sermaye tabanlarının erimesine yol açabilir ve bu durum bankaların hanehalkına ve şirketlere kredi açma isteğini azaltabilir. Temerrüt risklerine karşın küresel düzeyde bankacılık sistemlerinin hâlihazırda güçlü sermaye tabanına sahip olması risk azaltıcı bir faktör olarak sigorta işlevi görmektedir. Ancak söz konusu sermaye tabanı, bazı gelişmekte olan ülkelerde düşük ihtimalli fakat şiddetli negatif senaryolara karşı yeterince sağlam değildir. Bu ülkelerde oluşabilecek sermaye açığı bankacılık sistemlerinin kredi kayıplarına karşı dayanıklılığı açısından risk oluşturmaktadır. Nitekim hâlihazırda uygulanan destekleyici politikalara rağmen bazı gelişmekte olan ülkelerde finansman güçlükleri gözlenmektedir.

Ekonomilerin yılın üçüncü çeyreğinde yeniden açılmış olması, toparlanma yönündeki umut verici işaretleri belirginleştirmiştir. Bu durum olası makroekonomik riskleri dizginlemeye yardımcı olmuştur. Bununla birlikte toparlanmaya yardımcı olacak uyumlu ya da destekleyici parasal ve mali imkânların devam etmesi, krediye kolay erişim ve borç geri ödeme gücünü hedefleyen destekler toparlanmanın sürdürülebilir olması açısından gerekli görülmektedir. Bu nedenle ihtiyaç duyulması durumunda destekleyici politikaların etkin bir şekilde uygulanamaması halinde, belirsizlik riskinin yukarı yönlü olabileceği öngörülmektedir.

Brexit sürecindeki uzun süredir var olan anlaşmazlıklar, Birleşik Krallık ve Avro Bölgesi açısından ciddi belirsizlik kaynağı olmaya devam etmekte ve salgınla birlikte olası etkileri düşünüldüğünde küresel görünüm için risk unsuru olarak gündemde kalmaktadır. OECD tahminlerine göre doğrudan ve dolaylı etkiler hesaplandığında Brexit'in önümüzdeki 3 yıl boyunca hem Birleşik Krallık hem de Avro bölgesinde "baz senaryoya" göre hissedilir küçülmeye yol açması beklenmektedir.



Piyasalarda politika faizlerinin birkaç yıl daha düşük seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Ancak riskli varlıklardaki toparlanmanın ne ölçüde sürdürülebilir olduğu belirsizdir. Zira genişlemeci para politikaları riskli varlıkları desteklerken, genel ekonomik aktivitedeki yeterince güçlü olmayan sinyaller finansal yatırımlarla reel kesim arasındaki bağı koptuğunu ima etmekte ve riskli varlıklarda gerçekçi olmayan fiyatlama oluştuğu konusunda şüpheler uyandırmaktadır. Bu nedenle finansal piyasalardaki yüksek oynaklıklar küresel görünüm açısından olumsuz tablolara yol açabilir.

Küresel finansal istikrara tehdit olabilecek bir diğer faktör bazı gelişen ve yükselen piyasa ekonomilerinin yabancı para cinsinden ve/veya yerel para cinsinden olan yüksek dış borç ve toplam borçluluk oranlarıdır. Küresel toparlanmanın atalet kaybetmesi özellikle üçüncü dünya ülkelerinin dış borçlarını geri ödeme konusunda bazı endişelerin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Ekonomisi kırılgan ülkelere IMF ve Dünya Bankası tarafından açılan kredi ve hibe olanakları ülke ve sağlık sistemlerinin batma olasılıklarının asgari düzeye indirmeye yönelik olmuştur. Ancak bu ülkelerin uzun sürebilecek bir salgın ekonomisine yeterince dayanaklı olup olmadıkları riski halen devam etmektedir.

Salgının seyri ekonomilerin açılması, kış aylarına yaklaşılması ve bireysel önlemlerdeki zayıflamaların etkisiyle dünya genelinde yeniden artış yönlü olmaktadır. Artan vaka sayısı başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere ikinci dalga izlenimi vermekte ve tekrar kapanma önlemlerini beraberinde getirmektedir. Salgın yönetiminde ülkeler arasındaki farklılaşmalar devam etmekte, tamamen ekonomik kapanma karar alıcılar tarafından çok olumlu görülmesine de, salgına karşı kısmi önlemlerin bile ekonomik toparlanmayı riske sokabileceği değerlendirilmektedir. Özellikle sosyal temasın yoğun olduğu hizmetler sektöründe kısıtlamaların yaygınlaşması beklenmektedir. Sosyal etkileşimin sık olduğu bu sektörlerde yaşanabilecek iş ve gelir kayıpları, küresel toparlanmanın gecikmesine yol açabilecek riskleri ima etmektedir.

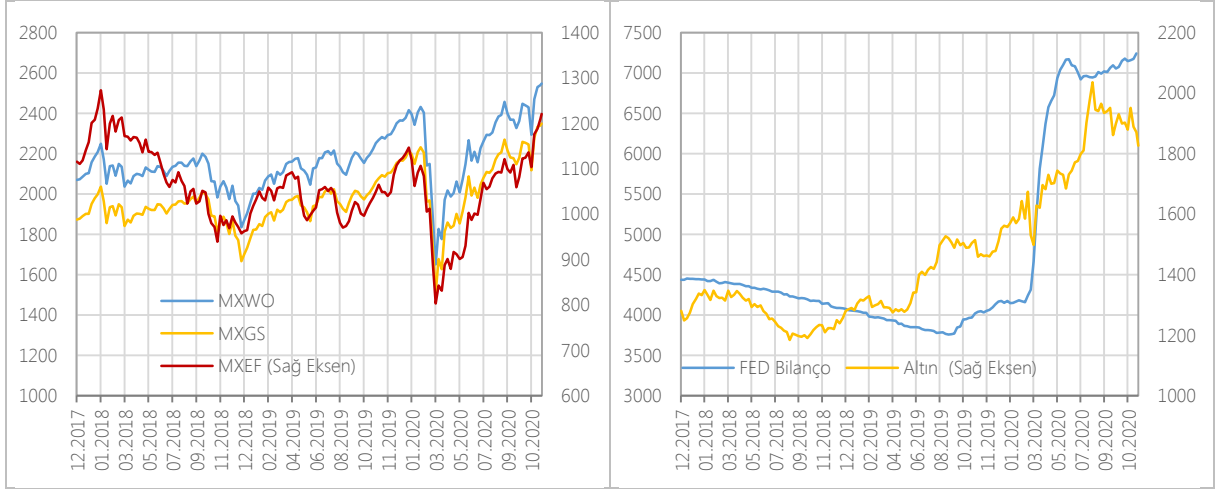
Olumsuz koşullara rağmen toparlanmanın zayıflamasını dizginleyecek risk azaltıcı önemli gelişmeler de bulunmaktadır. Yeni deneysel tedavi yöntemleri, mevcut tedavi protokollerinde elde edilen gelişmeler ve en önemlisi küresel bağışıklığı kazandırabilecek aşı adayları konusunda son derece umut verici sonuçlar alınmaktadır. Bazı potansiyel aşılarda üçüncü faz verileri hastalıktan yüksek koruma sağlanabileceğini göstermekte ve 2020 Aralık sonundan itibaren bazı ülkelerde yaygın aşılama programlarının başlatılması öngörülmektedir. Aşı üretimi için ihtiyaç duyulan zaman, dağıtım ve lojistik için gereken süreler dikkate alındığında en iyi ihtimalle 2020'nin üçüncü çeyreği sonuna kadar yoğun bir biçimde sürecektir. Ayrıca aşılara ülkeler ve bölgeler arası olası erişim eşitsizliği, hastalığın küresel düzeyde eşanlı sönümlenmesi önündeki temel güçlüktür. Bu nedenle aşı ile küresel bağışıklık kazanılmasında şimdilik ihtiyatlı bir iyimserlik söz konusudur. Mevcut bilgiler ışığında küresel ekonominin 2021 yılsonundan önce "eski normale" yakınsaması pek mümkün gözükmemektedir.

## 4.2 Sermaye Piyasaları

Küresel hisse senedi piyasaları, virüsün yayılmasına, politika desteğinin kapsamına ve sektörel bileşime bağlı olarak, ülkeler arasında kayda değer farklılaşma göstermekle birlikte, güçlü bir şekilde toparlanmıştır. Ayrıca, bu gelişmelerin üzerine son dönemde üst üste gelen başarılı aşı haberlerinin varlık piyasasında olumlu bir rüzgâr da gözlenmektedir. Nitekim Ekim-Kasım aylarında genel olarak tüm bölgelere ait bileşik endekslerde güçlü artışlar kaydedilmiştir. Özellikle salgın ile mücadele çerçevesinde genişlemeyi sürdüren gelişmiş ülke merkez banka bilançolarının genel olarak varlık fiyatlarını olumlu etkilediği görülmektedir. Salgının ilk aşamasında bu genişlemeye altın fiyatlarındaki artış eşlik ederken, yılın üçüncü çeyreğinde bu ilişki görece

zayıflamış olup, bilanço genişlemesinin sermaye piyasalarında artışlara destek olduğu görülmektedir.

Grafik 12: Borsa Bileşik Endeksleri, FED ve ECB Bilanço Büyüklükleri



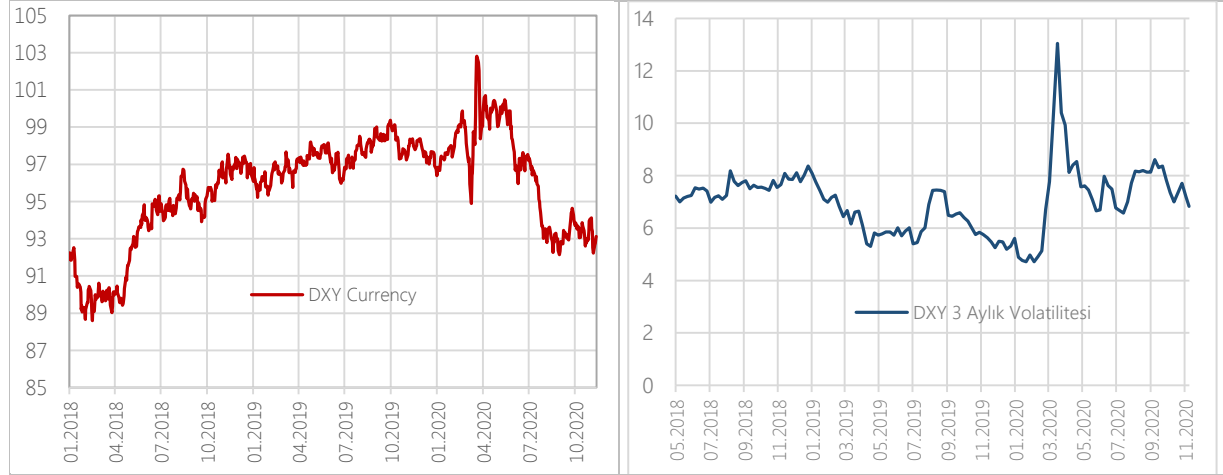
Kaynak: Bloomberg

Ancak, halen küresel borsalarda bazı sektörel ayrışmaların olduğu tespit edilmektedir. Fazla temas yoğun sektörler olarak görülen otel, restoran, dinlence gibi hizmet sektörlerinin, salgının ikinci dalgasında yönelik başta Avrupa bölgesi olmak üzere alınan kapanma tedbirlerinden olumsuz etkilendiği, perakende ve teknoloji alt sektörlerinin ise güçlendiği görülmektedir. Ayrıca, Çin ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki hisse senedi piyasaları, Eylül ayındaki piyasa düzeltmesine rağmen, teknoloji stoklarının etkisiyle diğer piyasalardan daha iyi performans göstermiştir.

### 4.3 Döviz Piyasası

Küresel döviz piyasalarında da Kovid-19 salgınının 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 eğilim Ağustos ayına kadar kendisini korumuş, ancak başta ABD'deki seçim sürecine ilişkin öngörülerin belirginleşmesine bağlı olarak daha yerini yatay bir seyre bırakmıştır. 2020 yılının Kasım ayında DXY (dolar) endeksi, yükselişe geçtiği 2018 yılının Mayıs ayı değerine kadar gerilemiştir. ABD seçim sürecine ek olarak salgında ikinci dalga endişelerinin de etkili olduğu görülmektedir. Nitekim dolar endeksinin üç aylık ima edilen oynaklığı, salgının ilk dalgasındaki yüksek seviyelerinden gerilemekle birlikte halen, pandemi öncesi döneme göre yüksek düzeydedir.

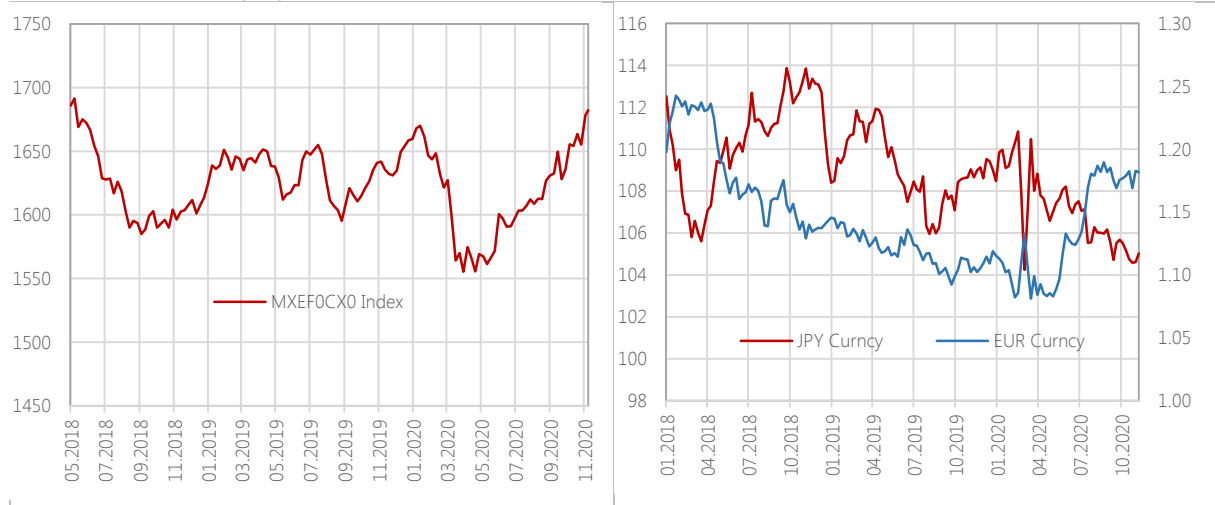
Grafik 13: Dolar Endeksi ve Oynaklık



Kaynak: Bloomberg

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 sert biçimde değer kaybettiği görülürken 2020 yılının ortalarından itibaren endeksin yükseldiği görülmektedir. ABD dolarının gelişmiş ülke para birimlerine karşı değer kazandığı dönemde, YPE para birimleri de dolara karşı keskin bir değer kaybı yaşamıştır. Ancak, özellikle salgını ilk dalgasının ardından gelişmekte olan ekonomilerde gözlenen görece toparlanma eğiliminin ve ABD dolarının görece zayıf pozisyonunun Nisan ayından itibaren YPE para birimlerinin değer kazanmasında etkili olduğu görülmektedir.

Grafik 14: MSCI ve Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi



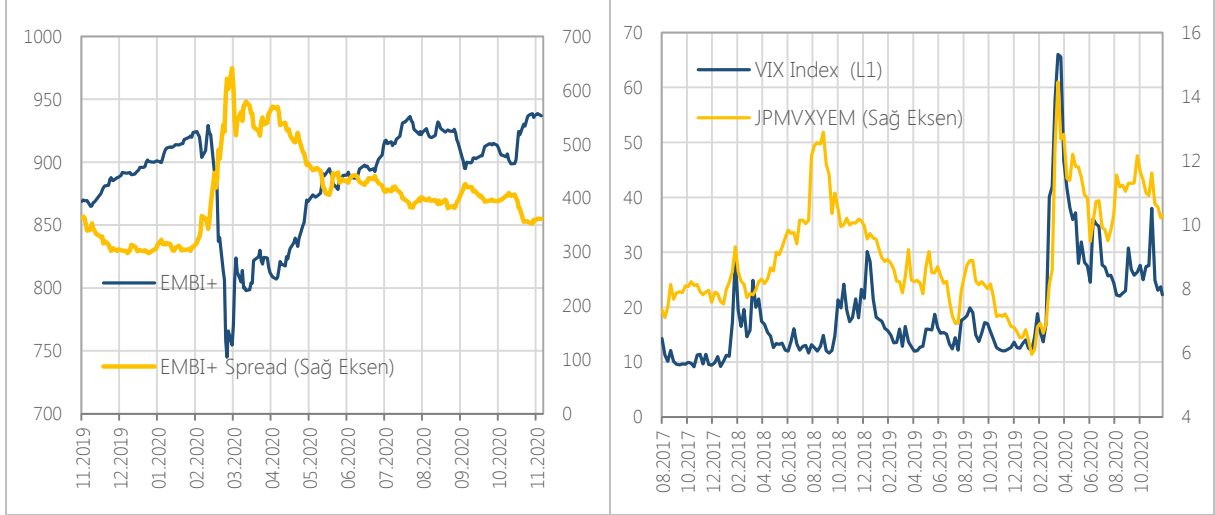
Kaynak: Bloomberg

#### 4.4 Ülke Riski ve Bono Getirileri

Kovid-19 krizinin küresel düzeyde kamu borç stokunun hasılanın yüzde 100'ünü aşmasına neden olacağı tahmin edilmektedir. Pandemi ile mücadelede kamu maliyesi harcamalarındaki artışın yanında ekonomik aktivitedeki gerileme gelirlerin keskin şekilde azalmasına ve finansman açığının, dolayısıyla borçlanmanın hızla artmasına yol açmıştır. Nitekim salgının ilk aşamasında likidite açısından görece daha belirsiz konumda olan gelişmekte olan ekonomilerin bono getirilerinin bu gelişmelerden olumsuz etkilendiği görülmüştür. Bu ekonomilerin bileşik bono endekslerinde 2020 yılı Mart-Nisan döneminde çok sert düşüşler izlenmiştir. Ancak, salgına karşı alınan tedbirlerdeki belirsizliklerin azalmasının yanında bu ekonomilerin ilk aşamadaki kapanma

tedbirleri sonrasında görece yüksek performansları, bono endekslerinin Temmuz ayına kadar hızla toparlanmasını sağlamıştır. Bu dönemden sonra ise salgının ikinci dalgasına ve özellikle aşı geliştirme faaliyetlerindeki gelişmelere bağlı olarak daha ihtiyatlı bir seyir ile bu toparlanma eğilimi güç kaybederek devam etmiştir. Özellikle salgının merkezinin belirli ülkelerde yoğunlaşmasının yanında ikinci dalga ile mücadele çerçevesinde Avrupa menşeli kapanma tedbirlerinin küresel ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri, söz konusu ekonomilerin bono getirilerinin normalleşmesini de geciktirmektedir. Nitekim risk algısının Kovid-19 krizinin ilk aşamasındaki kadar yüksek olmadığı ancak halen görece hassas bir yatırımcı algısının devam ettiği açıkça görülmektedir.

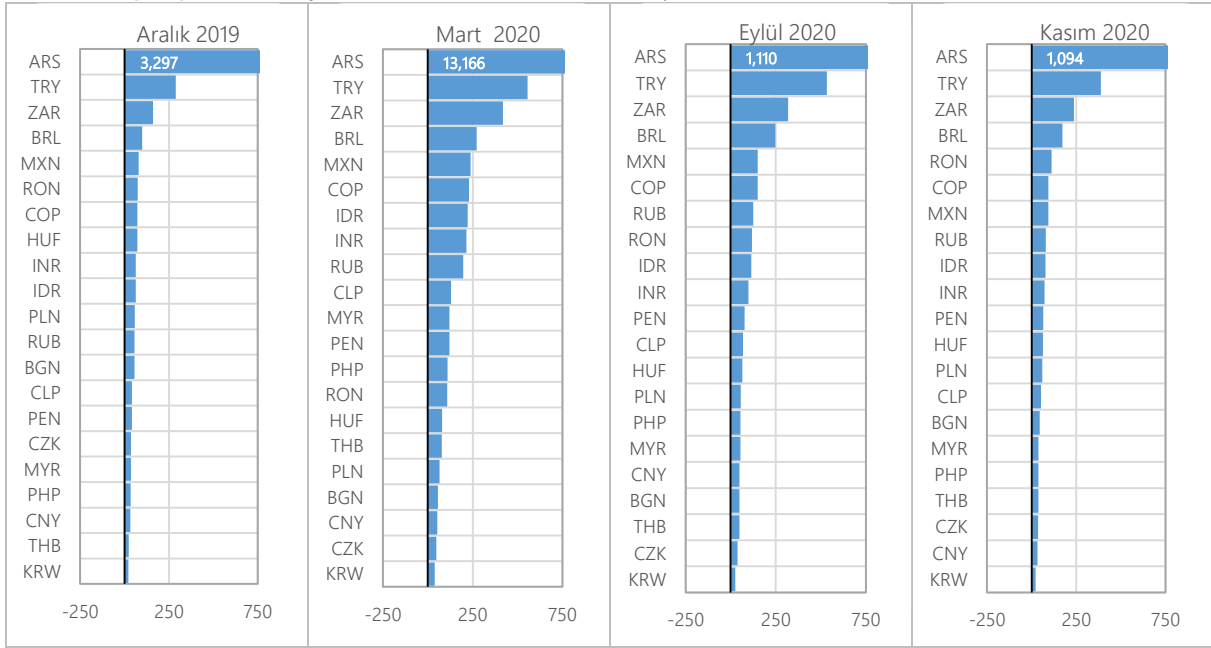
Grafik 15: Küresel Bono Endeksleri, Spreadleri ve VIX VYX



Kaynak: Bloomberg

Nitekim bu eğilimleri gelişmekte olan ekonomilerin CDS primlerinde de izlemek mümkündür. Mart ayından bu yana Arjantin'de dahi spreadler gerilerken, gelişmekte olan ekonomilerin Kovid-19 ile mücadelede gelişmiş ekonomilerden olumsuz ayrılmak bir yana bazı dönemler itibarıyla daha başarılı olmaları, uygulanan politikaların tutarlılığı ve etkinliği konusunda küresel yatırımcı nezdinde etkisi olduğu görülmektedir. Küresel olarak salgında ikinci dalga riskinin yükseldiği Eylül-Kasım döneminde bir çok gelişmekte olan ekonomin CDS spreadleri gerilemiş ve 100 baz puanın altına inmiştir. Türkiye için ise Eylül ayı sonunda 533 baz puan olarak gerçekleşen söz konusu spread, Kasım ayı son haftasında yaklaşık 385 baz puana gerilemiştir.

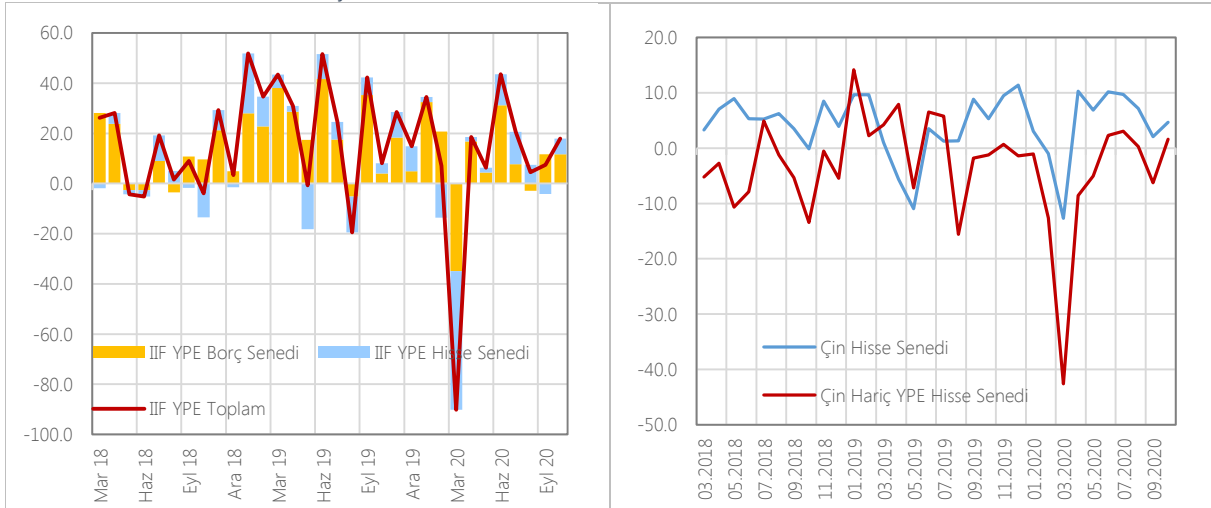
Grafik 16: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri



Kaynak: Bloomberg

Benzer şekilde yükselen piyasa ekonomilerine yönelik portföy akımlarının, Kovid-19 krizinin ilk aşamasında yaşadığı şoku atlattığı, daha sonrasında gelen ABD seçim belirsizliği ve salgında ikinci dalga belirsizlikleriyle yavaşladığı, ancak nette pozitif alanda seyrettiği görülmektedir. Özellikle Eylül-Ekim döneminde ise borçlanma senedi üzerinden net akımların güçlenmekte olduğu görülmektedir. Çin hariç Sermaye piyasasına yönelik akımlar için ise yeniden Ekim ayı itibarıyla pozitif akımların olduğu dikkat çekmektedir. Genel olarak kur gelişmeleri de göz önünde bulundurulduğunda, bu durum söz konusu ekonomilerin 2021 yılına yönelik beklentilerin görece olumluya dönmekte olduğuna işaret etmektedir.

Grafik 17: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları



Kaynak: IIF

## Kaynakça

Avrupa Komisyonu

Bloomberg

CPB

Dünya Bankası, Global Economic Prospects

Dünya Ticaret Örgütü

Eurostat

focus-economics

IMF, World Economic Outlook

ILO

IIF

OECD, Economic Outlook

UNCTAD

U.S. Bureau of Labor Statistics,

U.S. Census Bureau

[www.meti.go.jp](http://www.meti.go.jp)

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)