



# TÜRKİYE CUMHURİYETİ CUMHURBAŞKANLIĞI STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI

## DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER BÜLTENİ

2021 - 4 (Ekim-Aralık)

EKONOMİK MODELLEME VE KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME GENEL MÜDÜRLÜĞÜ  
KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME DAİRE BAŞKANLIĞI

## İçindekiler

1	Yönetici Özeti.....	3
2	Görünüm .....	4
2.1	Büyüme.....	4
2.2	Ticaret.....	6
2.3	İşgücü.....	8
2.4	Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler .....	9
2.5	Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri .....	12
3	Bölgesel Görünüm .....	15
3.1	Gelişmiş Ekonomiler .....	15
3.2	Gelişmekte olan Ekonomiler .....	18
4	İstikrar Görünümü .....	21
4.1	Risk Görünümü .....	21
4.2	Sermaye Piyasaları .....	23
4.3	Döviz Piyasası .....	23
4.4	Ülke Riski ve Bono Getirileri.....	24

## Tablolar

Tablo 1: 2021 Yılı'nın Tamamında ve Son Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%) .....	5
Tablo 2: IMF'nin Seçilmiş Ülkelere İlişkin Büyüme Tahminleri (%) .....	6
Tablo 3: 2021 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri .....	13

## Grafikler

Grafik 1: Küresel Hasıla Büyüme Oranları (%).....	5
Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi ve Mal ve Hizmet Ticareti Artışı .....	7
Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları .....	8
Grafik 4: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100).....	9
Grafik 5: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (2014-2016=100).....	10
Grafik 6: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100) .....	11
Grafik 7: IMF Küresel Büyüme Tahmini.....	13
Grafik 8: ABD Ekonomisine İlişkin Göstergeler .....	15
Grafik 9: AB Ekonomisine İlişkin Göstergeler.....	17
Grafik 10: Japonya Ekonomisine İlişkin Göstergeler.....	17
Grafik 11: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi .....	19
Grafik 12: Rusya Sanayi Üretim Endeksi ve İşsizlik Oranı.....	20
Grafik 13: Risk (VIX ve VXYEM) ve Finansal Durum Endeksleri .....	22
Grafik 14: Borsa Bileşik Endeksleri ve ABD 'Yıl 10 Yıl Tahvil Getiri Spreadi .....	23
Grafik 15: Dolar Endeksi ve Oynaklık .....	24
Grafik 16: MSCI ve JPM YPE Kur Endeksleri ile Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi .....	24
Grafik 17: YPE Bono Endeksleri, Spreadleri ve Küresel Bono Piyasa Hacmi (Trilyon USD) .....	25
Grafik 18: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri .....	25
Grafik 19: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları .....	26

## 1 Yönetici Özeti

**2021 yılının son çeyreğinde küresel ekonomik faaliyet beklenenden daha yavaş artmıştır.** Kovid-19 salgınında Omikron varyantına ilişkin endişeler, çip krizi, küresel tedarik zincirlerindeki sorunlar, küresel ölçekte artan enflasyon ve buna bağlı olarak faiz artışları gibi nedenlerle 2021 yılının son çeyreğinde küresel ekonomik faaliyetlerdeki canlılık beklentilerin bir miktar altında kalarak, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,5, 2021 yılının tamamında ise yüzde 5,8 oranında büyümenin gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

**Yılın son çeyreğinde önceki dönemlere göre gelişmiş ekonomiler büyüme hızlarını bir miktar artırırken, gelişmekte olan ekonomilerin büyüme oranları bir miktar yavaşlamıştır.** Gelişmiş ekonomiler incelendiğinde, ABD ve Japonya ekonomilerinin iç talep kaynaklı büyüdüğü, Avro Bölgesi'nde Omikron varyantı nedeniyle kısıtlayıcı önlemlerin uygulanması ve artan enflasyonun satın alma gücünü düşürmesinin etkisiyle büyüme oranlarının sınırlandırıldığı görülmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler incelendiğinde ise; salgının yayılması, girdi teminindeki zorluklar ve maliyetlerdeki artış ve enerji kesintileri gibi etkenlerin büyüme oranlarını yavaşlattığı değerlendirilmektedir.

**2021 yılının dördüncü çeyreğinde küresel ticaret hacmi bir önceki çeyreğe göre yüzde 3 artmıştır.** Böylece 2021 yılının tamamındaki artış hızı yüzde 25 gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Bu güçlü büyümede; emtia fiyatlarındaki artış, salgına yönelik kısıtlamaların azalması, ekonomik teşvik paketleri ve talepteki güçlü toparlanma etkili olurken, küresel tedarik zincirlerinde ortaya çıkan sorunlar ve lojistik maliyetlerindeki artış küresel ticaret hacmindeki büyümeyi kısıtlayan etkenler olmuştur.

**İşgücü piyasaları yılın son çeyreğinde toparlanma kaydetmesine rağmen işsizlik oranları yüksek seviyesini korumuştur.** Son çeyrekte ekonomik faaliyetlerdeki toparlanmanın sürmesinin, işgücü piyasalarını arz ve talep yönünden olumlu etkilemesiyle birçok büyük ölçekli ekonomide işsizlik oranları düşüş kaydetmesine karşın uzun dönemli ortalamalarının üzerinde kalmaya devam etmiştir.

**Küresel emtia fiyatlarındaki keskin artış yılın son çeyreğinde en fazla öne çıkan ekonomik gelişme olmuştur.** Yılın ikinci yarısında ekonomik faaliyetlerdeki toparlanmanın hızlanması ve talepteki artışa karşın arz kısıtlarının artması emtia fiyatlarının yılın son çeyreğinde yüzde 60,3 gibi yüksek bir oranda yükselmesine neden olmuştur. Özellikle küresel tedarik zincirlerindeki sorunlar nedeniyle enerji fiyatlarında yüzde 135,7 oranındaki artış bu gelişmede önemli rol oynamıştır.

**Salgınla ve Fed'in para politikası uygulamalarıyla ilgili riskler azalırken, 2022 yılının ilk çeyreğinde başlayan Rusya-Ukrayna Savaşı'nın ekonomik ve sosyal etkileri ve yüksek enflasyona ilişkin riskler daha çok ön plana çıkmaktadır.** Aşıya olan erişimin önceki dönemlere göre artması ve yeni varyantların sağlık sistemi üzerinde beklediği kadar yük oluşturmaması salgının küresel ekonomik işleyiş üzerinde artık baskın bir risk unsuru olmadığına işaret etmektedir. Rusya-Ukrayna Savaşı Fed'in hareket alanını bir miktar kısıtlarken, Fed 2022 yılının ilk çeyreğinin sonu itibarıyla altı defa faiz artışının olabileceğine dair sinyal vermiştir. Diğer yandan, savaş nedeniyle hammadde ve enerji maliyetlerindeki artışın yüksek seyrini sürdürmesi küresel enflasyon görünümü açısından önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca, Rusya'ya uygulanan sert yaptırımların küresel reel ve finansal akımların yavaşlamasına neden olabileceği değerlendirilmektedir.

**Küresel sermaye piyasaları yılın son çeyreğinde güç kaybetmiştir.** Küresel enflasyon riskindeki artışın getirdiği gelişmiş ekonomilerdeki parasal sıkılaşma ihtimali ilk aşamada gelişmekte olan ekonomilerin sermaye piyasalarına yönelik yatırımcı ilgisini azaltmıştır. Bu dönemde, ABD'de enflasyondaki artış, Fed'in faiz oranını sabit bırakması, işsizlik başvurularının azalması gibi nedenlerle ABD doları değer kazanırken, küresel ölçekte artan makroekonomik ve jeopolitik riskler gelişmekte olan ekonomilerin bono getirilerinin artmasına neden olmuştur.

## 2 Görünüm

### 2.1 Büyüme

2021 yılının son çeyreğindeki gelişmeler ekonomik faaliyetlerdeki ivmenin beklentilerin bir miktar altında kalmasına neden olmuştur. Küresel tedarik zincirinde yaşanan sorunların devam etmesi, ABD’de enflasyonun beklenenden daha yüksek seviyelere ulaşması, Çin’de inşaat sektöründe istihdamın azalmaya devam etmesi ve özel tüketimin zayıf seyri, çip krizinin aşılammaması, Omikron varyantının yaygınlaşması nedeniyle tekrar uygulamaya konulan kısıtlayıcı önlemler, birçok ülkede merkez bankalarının gerçekleştirdiği faiz artırımları ve finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, küresel ekonomide yılın son çeyreğindeki büyüme görünümünü etkileyen başat unsurlardır.

**Dünya ekonomisinin yılın son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,5 oranında büyüme kaydetmiş olduğu tahmin edilmektedir<sup>1</sup>.** Bu dönemde gelişmiş ülkelerin ekonomileri yüzde 4,6, gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri ise yüzde 4,4 oranında büyümüştür. Böylece, 2021 yılının tamamında dünya ekonomisinin yüzde 5,8, gelişmiş ekonomilerin yüzde 5,1 ve gelişmekte olan ekonomilerin yüzde 7 oranında büyüme kaydettikleri tahmin edilmektedir.

**Gelişmiş ekonomilerin büyüme hızı yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre bir miktar artarken, gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranı önceki döneme göre bir miktar yavaşlamıştır<sup>2</sup>.** Bu dönemde ABD’de iç talepteki artışın büyümeye önemli bir destek verdiği, Avro Bölgesi’nde ise Omikron varyantı nedeniyle uygulanan kapanma önlemlerinin özellikle hizmetler sektöründeki faaliyetleri yavaşlattığı ve artan enflasyonun satın alma gücünü düşürerek hanehalkının tüketim harcamalarını sınırlandırdığı gözlenmiştir. Almanya ve Avusturya, Avro Bölgesi’ndeki bu durumdan en çok etkilenen ülkeler olarak öne çıkmaktadır. Japonya’da ise aşılama çalışmalarının hızlanmasıyla vaka sayılarında belirgin bir azalma sağlanmıştır. Bu sayede, kısıtlayıcı önlemlerin hafifletilmesiyle yılın son çeyreğinde iç talepte canlanma kaydedilmiştir.

**Gelişmekte olan ülkelerin yılın son çeyreğinde görece ılımlı bir büyüme oranı kaydetmesinde Çin, Hindistan, Brezilya, Meksika gibi büyük ekonomilerin büyüme oranlarının yavaşlamış olması etkili olmuştur.** Özellikle Çin’de salgına karşı alınan önlemlerin diğer ülkelere göre daha sert olması hanehalkı tüketim harcamalarını sınırlandırmış, diğer yandan inşaat sektöründeki belirgin yavaşlama hizmetler sektörünü olumsuz etkilemiştir. Diğer yandan, son çeyreğin başlarında yaşanan enerji kesintileri ve artan girdi maliyetleri sanayi üretimini yavaşlatmıştır. Hindistan’da girdi temininde yaşanan sorunlar sanayi üretimini yavaşlatırken, ülkenin bazı bölgelerinde yaşanan aşırı yağışlar inşaat sektörünü olumsuz yönde etkilemiştir. Meksika’da yabancı ülkelere istihdamı kısıtlayan yasanın yürürlüğe girmesinin etkisiyle hizmetler sektöründeki faaliyetler yavaşlamaya devam ederken, motorlu araç üretimindeki artış sayesinde sanayi üretimi bir miktar hız kazanmıştır.

---

<sup>1</sup> SBB hesaplamasına dayanmaktadır. Küresel ekonominin yaklaşık yüzde 92’sini oluşturan ülkeler hesaplamaya alınmıştır.

<sup>2</sup> SBB hesaplamasına dayanmaktadır.

Tablo 1: 2021 Yılında ve Son Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%)

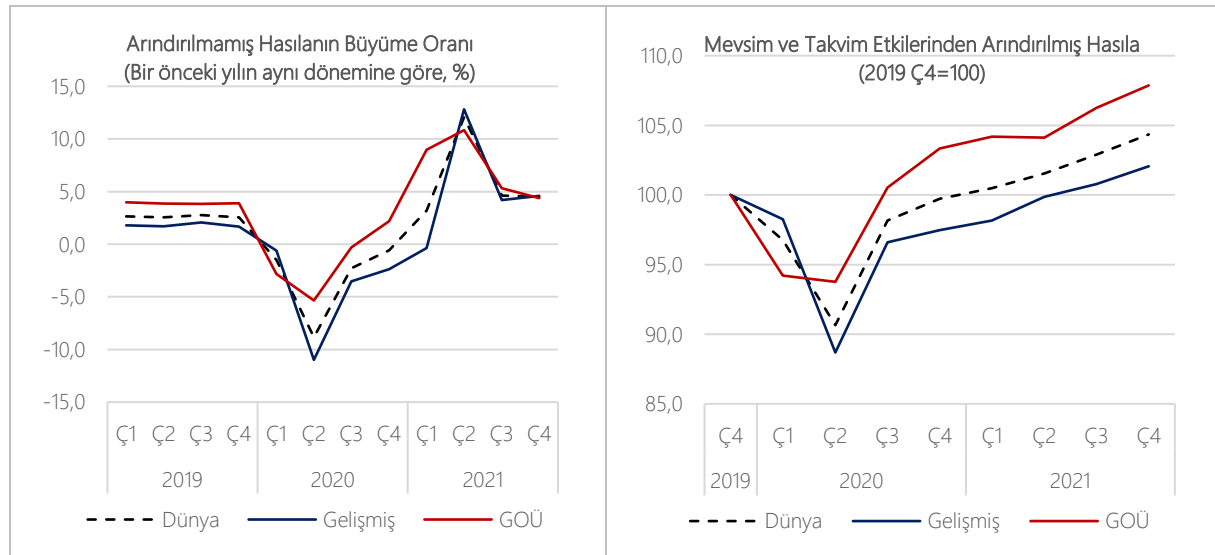
	2021 yılının tamamındaki büyüme	Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre büyüme	Bir önceki çeyreğe göre büyüme *
<b>Dünya**</b>	<b>5,8</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Gelişmiş Ülkeler**</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,3</b>
ABD	5,6	5,4	1,7
Almanya	2,9	1,8	-0,3
Birleşik Krallık	7,5	6,5	1,0
Fransa	7,0	5,0	0,7
İtalya	6,6	5,6	0,6
İspanya	5,0	5,1	2,0
Japonya	1,6	0,7	1,3
Güney Kore	4,0	4,1	1,1
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler**</b>	<b>7,0</b>	<b>4,4</b>	<b>1,5</b>
Çin	8,1	4,0	1,6
Hindistan	8,3	5,4	1,8
Rusya	4,7	-	-
Brezilya	4,6	1,6	0,5
Meksika	5,0	1,1	0,0
Endonezya	3,7	3,7	3,9
Türkiye	11,0	9,1	1,5
<b>Avro Bölgesi</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>0,3</b>

Kaynak: Eurostat, OECD, ilgili ülkelerin istatistik kurumları

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

\*\* SBB tarafından hesaplanmıştır.

Grafik 1: Küresel Hasıla Büyüme Oranları (%)



Kaynak: Eurostat, OECD, ilgili ülkelerin istatistik kurumları

IMF'nin Ocak ayında yayımladığı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda küresel büyüme tahmini 2022 yılında bir önceki tahmine göre 0,5 puan azaltılarak yüzde 4,4'e düşürülmüştür. 2023 yılına ilişkin tahmin ise 0,2 puan artırılarak yüzde 3,8 seviyesinde belirlenmiştir. Toplumun salgına karşı duyarlılığı, kısıtlayıcı önlemlerin katılık derecesi, salgının işgücü üzerindeki etkisi, konaklama, yiyecek-içecek hizmetleri, ulaştırma gibi insanlar arasında daha yoğun temas gerektiren sektörlerdeki faaliyetlerin salgının seyri üzerindeki muhtemel etkisi gibi risk unsurları göz önüne alındığında 2022 yılının ilk çeyreğinde küresel büyümenin yavaş seyretmesi beklenmektedir. Ancak, Omikron

varyantının hafifleyeceği, yeni bir mutasyonun gerçekleşmeyeceği ve böylece daha katı kısıtlayıcı önlemlere gerek kalmayacağı varsayımları altında, yılın ikinci çeyreğinden itibaren büyüme görünümünün bir miktar iyileşebileceği tahmin edilmiştir.

**2022 yılında gelişmiş ekonomilerin büyüme tahmini 0,6 puan azaltılarak yüzde 3,9 seviyesine gerilemiştir.** ABD’de; parasal genişlemenin erken sonlanması, “Build Back Better” adlı ekonomiyi canlandırma paketinde yer alan faaliyetlerin öngörülen ölçüde gerçekleşmemesi ve tedarik sorunlarının sürmesi gibi olasılıklar, Kanada’da 2021 yılsonu verilerinin zayıf gelmesi ve dış talebinin zayıflama sinyali vermesi, başta Almanya ve Birleşik Krallık olmak üzere Avrupa’da tedarik zincirinde yaşanan sorunlar ve salgının olumsuz etkilerinin sürmesi IMF’nin söz konusu revizyonunda etkili olmuştur.

**IMF, gelişmekte olan ekonomilerin 2022 yılında bir önceki tahmine göre 0,3 puan düşükle yüzde 4,8 oranında büyüme kaydedeceğini tahmin etmektedir.** Çin’de konut sektöründe yaşanan olumsuzlukların sürmesi, salgınla mücadelede “sıfır vaka stratejisi” izlenmesi nedeniyle oldukça katı kısıtlayıcı önlemlerin uygulanıyor olması gibi nedenlerle özel tüketim ve yatırım harcamalarının zayıf seyretmesi beklenmektedir. Diğer yandan, Brezilya ve Meksika’da enflasyonla mücadele amacıyla sıkılaştırıcı para politikasının güçlü biçimde uygulanmaya başlaması, ayrıca ABD’deki yavaşlama beklentisinin dış ticaret kanalıyla Meksika’ya da yansımaları ihtimali, Rusya’da tarımsal üretimin zayıf seviyelerde kalması ve salgının üçüncü dalgasının beklenenden daha olumsuz seyrediyor olması, 2022 yılına ilişkin büyüme tahminlerinin aşağı yönde revize edilmesine neden olmuştur.

**Tablo 2: IMF’nin Seçilmiş Ülkelere İlişkin Büyüme Tahminleri (%)**

	2022	2023
<b>Dünya**</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>
<b>Gelişmiş Ülkeler**</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>
ABD	4,0	2,6
Almanya	3,8	2,5
Birleşik Krallık	4,7	2,3
Fransa	3,5	1,8
İtalya	3,8	2,2
İspanya	5,8	3,8
Japonya	3,3	1,8
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler**</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
Çin	4,8	5,2
Hindistan	9,0	7,1
Rusya	2,8	2,1
Brezilya	0,3	1,6
Meksika	2,8	2,7
<b>Avro Bölgesi</b>	<b>3,9</b>	<b>2,5</b>

Kaynak: IMF WEO (Ocak 2022)

## 2.2 Ticaret

2020 yılında yüzde 8,2 daralan küresel mal ve hizmet ticareti 2021 yılında güçlü bir toparlanma ile pozitif büyüme gerçekleştirmiştir. 2021 yılında uluslararası ticaretteki olumlu görünümde büyük ölçüde emtia fiyatlarındaki artış, pandemi kısıtlamalarının azalması, ekonomik teşvik paketleri ve talepteki güçlü toparlanma etkili olmuştur. 2021 yılında gerçekleşen bu olumlu görünümün yanında lojistik problemleri, küresel tedarik zincirlerindeki sorunlar, pandemi sonrası küresel enflasyon gibi etmenler küresel ticareti olumsuz etkilemiştir.



Küresel ticaret hacmi 2021 yılında UNCTAD verilerine göre pandemi öncesi seviyesini aşarak bir önceki yıla göre yüzde 25 artış ile rekor seviyelere ulaşmıştır. 2021 yılının ilk iki çeyreğinde devam eden küresel ticaret hacmi büyümesi, yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlansa da dördüncü çeyrekte toparlanmıştır. 2021 yılının dördüncü çeyreğinde küresel ticaret hacmi bir önceki çeyreğe göre yüzde 3 artmıştır.

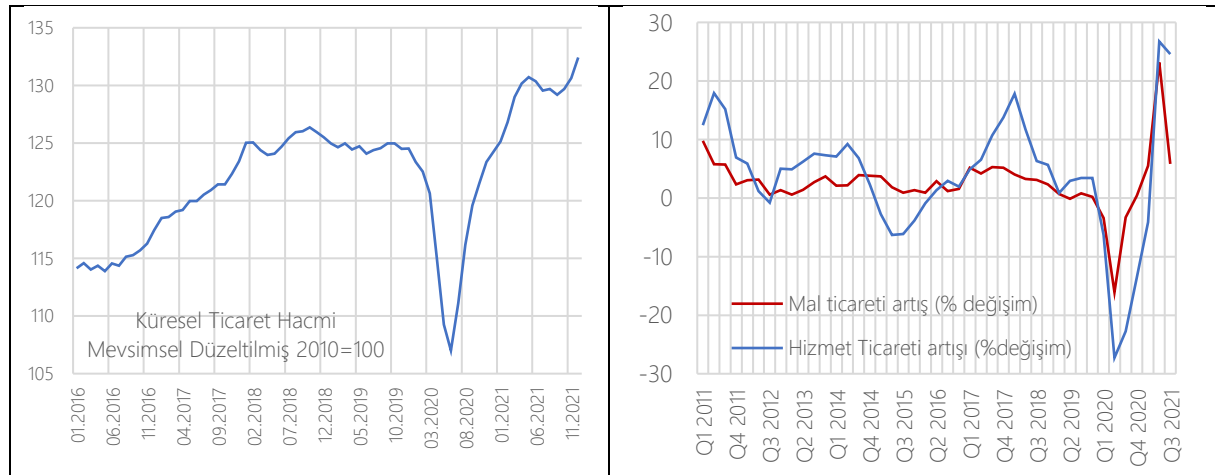
CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) verilerine göre mevsimsel etkilerden arındırılmış küresel ticaret hacim endeksi yılın dördüncü çeyreğinde rekor seviyelere ulaşarak bir önceki çeyreğe göre yükselişini sürdürmüştür.

Yine UNCTAD verilerine göre 2021 yılının ilk yarısında güçlü seyreden mal ve hizmet ticareti, yılın üçüncü ve dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. 2021 yılında bir önceki yıla göre mal ticareti yüzde 27, hizmet ticareti yüzde 17 artışla mal ticareti hizmet ticaretinin üzerinde seyretmiştir.

2021 yıl genelinde ise IMF tahminlerine göre küresel mal ve hizmet ticaretinde yüzde 9,3 oranında artış yaşanması beklenmektedir. Küresel ekonomik büyüme beklentilerinin üzerinde gerçekleşmesi beklenen bu rakama göre, 2021 yılında uluslararası ticaretin, küresel ekonomik toparlanmanın ana itici unsuru olarak ön plana çıkacağı anlaşılmaktadır.

2022 yılı ilk çeyrek için tahminlere baktığımızda, UNCTAD, ticaret büyümesinin 2022'nin ilk çeyreğinde pozitif büyümeye rağmen yavaşlamaya devam edeceğini beklemektedir. Yine IMF 2022 yılı için küresel ticaret hacminin yüzde 6 seviyelerinde büyümesini beklemektedir.

**Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi ve Mal ve Hizmet Ticareti Artışı**



Kaynak: CPB, UNCTAD

2021 yılında küresel Kovid-19 salgını ile mücadelede ticaret kilit rol oynamıştır. Salgın sonrasında küresel enflasyon, lojistik problemleri, küresel arz zincirinde yaşanan sorunlar, Ukrayna- Rusya savaşı, ticaret anlaşmaları gibi küresel ölçekte yaşanan sorunlar 2022 yılı küresel ticareti için aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.

Küresel ticarete en önemli etmenlerden birisi olan taşımacılık faaliyetinde yaşanan maliyet artışları 2022 yılında başlayan Rusya-Ukrayna savaşı ile yükselişini sürdürmüştür. Bu durum ticaret üzerinde baskılayıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Kovid-19 salgını sonrasında ortaya çıkan hammadde temininde meydana gelen sıkıntılar ve arz şokları da küresel ticaretin 2021 yılının üçüncü çeyreğinde baskılanmasına neden olmuştur. 2021 yılında artmaya başlayan enerji fiyatlarının Rusya- Ukrayna savaşı ile daha da yükselmesi küresel ticaret ile ilgili beklentileri aşağı çekmiştir.



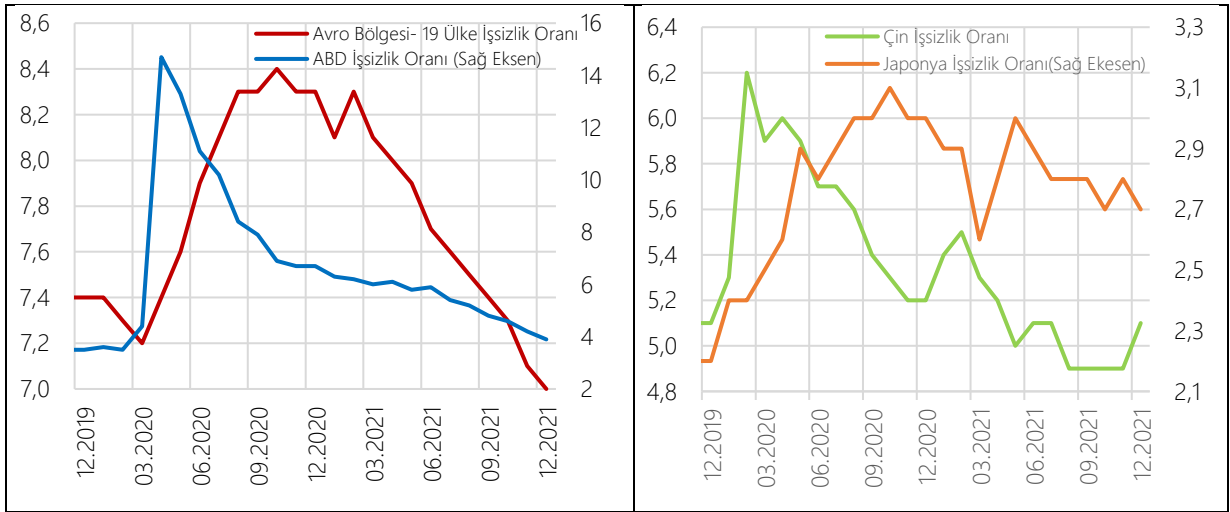
Ayrıca, 1 Ocak 2022'de Bölgesel Kapsamlı Ekonomik Ortaklık (RCEP) anlaşması yürürlüğe girmiştir. Bu ticaret anlaşması, Doğu Asya ve Pasifik ekonomilerinin birçoğu arasındaki ticareti kolaylaştırmaktadır. Böylece, ticaret akışlarının bölgeselleşmesi ve coğrafi olarak daha yakın tedarikçilere artan güven nedeniyle küresel ticaretin artması beklenmektedir.

Tüm bu gelişmeler ışığında Rusya-Ukrayna savaşı, enerji fiyatlarındaki artış, lojistik problemleri, arz sıkıntısı nedeniyle küresel ticaretin geleceğine ilişkin belirsizliklerin sürmekte olduğu görülmektedir.

### 2.3 İşgücü

Uluslararası kuruluşların raporlarında, 2021 yılı dördüncü çeyreğinde işgücü piyasasının toparlanma eğilimine rağmen salgın öncesi döneme göre halen işsizlik oranlarının yüksek seyrettiği belirtilmiştir. 2020 yılı ilk yarısında birçok sektörün kısmen veya tamamen kapanması sonucunda ortaya çıkan ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama, küresel ölçekte işgücü piyasalarını derinden etkilemişti. 2021 yılı son çeyreğinde ekonomik aktivitenin yeniden sağlanmasının etkisiyle ekonomilerde bir önceki yıla kıyasla toparlanmaların yaşanmasıyla işgücü piyasaları da gerek talep gerekse arz yönlü iyileşmiştir.

Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları



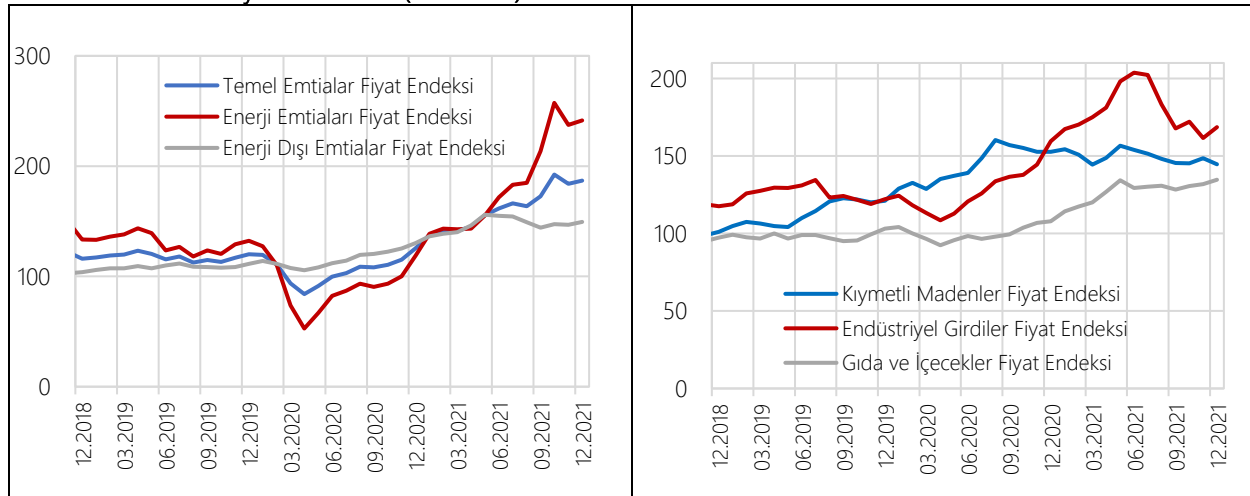
Kaynak: EUROSTAT, ILO

Grafik 3'te de görüldüğü üzere, işsizlik oranlarında seçilmiş ekonomilerde 2020 yılı ilk yarısında salgın kaynaklı keskin artışlar meydana gelmiştir. Ancak, 2020 yılı ikinci yarısından itibaren küresel ekonomik aktivitenin bir miktar toparlanma göstermesiyle işsizlik oranları görece düşüş eğilimine girmiştir. 2021 yılı dördüncü çeyreğinde ise seçilmiş ekonomilerin işsizlik oranlarında keskin düşüşler gözlenmiştir. Son dönemde ABD işsizlik oranı toparlanarak Aralık ayında yüzde 3,9'e gerilemişse de hala salgın öncesi dönem ortalamalarının üzerinde seyretmektedir. ABD'de Omikron varyantının etkilerinin istihdam piyasasında henüz hissedilmediği Aralık ayında istihdam artışı beklentilerin altında kalmıştır. 2020 yılı son çeyreğinde, salgının merkez üssünün Avrupa'ya kaymasıyla AB ekonomilerinde düşüş eğiliminde olan işsizlik yeniden tırmanışa geçmiş ve yüzde 8,3'e yükselmiştir. 2021 yılı son çeyreğinde Avrupa Bölgesi'nde işsizlik oranları halen yüksek seyrini korumakla birlikte salgın sonrası döneme kıyasla işsizlik oranlarında toparlanma görülmektedir. Salgın açısından Çin ekonomisindeki en kötü ay olan 2020 yılı Şubat ayında yüzde 6,2'ye yükselen işsizlik oranları, 2021 yılı ilk yarısında toparlanan ekonominin de etkisiyle gerilemiş ancak Aralık ayında Omikron varyantı endişeleriyle yüzde 5,1'e yükselmiştir. Japonya'da da benzer şekilde işsizlik oranı, salgından sonra artışa geçerek yüzde 2 olan uzun dönem ortalamasından yüzde 3,1'e yükselmiştir. 2021 yılı Haziran ayında Kovid-19 yeni Delta varyantının ortaya çıkmasıyla Japonya'da yaşanan kapanmanın etkisiyle işsizlik oranı yüzde 3 seviyesinde gerçekleşmiş, Aralık ayında ise yüzde 2,7 oranında seyretmiştir.

## 2.4 Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler

2020 yılı ikinci yarısından itibaren küresel talepte yaşanan toparlanmanın 2021 yılının ikinci yarısında belirginleşmesi, küresel Kovid-19 salgınında Omikron varyantının ortaya çıkması, arz kısıtlarının artarak devam etmesi ve talepte yaşanan artış ile başta enerji ve gıda emtiaları fiyatlarında yaşanan yüksek seyir, IMF Temel Emtialar Fiyat Endeksinde ciddi artışa sebep olmuştur. IMF Temel Emtia Fiyat Endeksi 2021 yılında yıllık bazda yüzde 53,2 oranında artmıştır. Emtia fiyatlarının büyük bir çoğunluğu salgın öncesi dönem fiyatlarının üzerinde seyretmektedir. Geçtiğimiz yıl salgın kaynaklı yaşanan durgunlukla etkili olan baz etkisi, küresel ölçekte büyüme beklentilerinin artması, küresel ölçekte talepte yaşanan toparlanma ile enerji ve gıda başta olmak üzere arz sıkıntılarının görülmesiyle arz-talep dengesizliğinin oluşması ve tedarik zincirinde yaşanan aksamalar emtia fiyatlarını 2021 yılı son çeyreğinde arttıran unsurlar olmuştur. IMF Temel Emtia Fiyatları Endeksinde, 2019 yılı ilk çeyreğinden 2020 yılının son çeyreğine kadar negatif seyir görülürken, 2020 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,4 oranında artış kaydedilmişti. 2021 yılı son çeyreğinde ise arz-talep dengesizliğinin de etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 60,3 oranında artış kaydedilmiştir. Endeksin ana bileşenlerinden olan Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi, 2021 yılı son çeyreğinde yüzde 135,7 oranında yükselmiştir. Bu gelişmede arz sıkıntıları ve tedarik zincirindeki aksama kaynaklı oluşan enerji krizinin ham petrol, doğalgaz ve kömür fiyatlarını arttırması belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinde aynı dönemde yüzde 17,3 oranında artış kaydedilmiştir.

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



Kaynak: IMF

Endüstriyel Girdiler grubu fiyatları 2021 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 32,6 oranında artmıştır. 2021 yılı son çeyreğinde Endüstriyel Girdiler grubu fiyatlarında, ana metal fiyatlarında yaşanan değişimlere paralel olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 13,7 oranında artış kaydedilmiştir. 2021 yılı ilk yarısında keskin bir yükseliş kaydeden metal fiyatları, küresel ölçekte açıklanan bazı makroekonomik verilerin beklentilerden iyi gelmesinin ekonomiye dair iyimserliği artırması ve Çin'in kömür piyasasına müdahalesiyle ana metallerde kısmi değer kayıpları görülmüştür. Ana metal fiyatları, salgının etkilerinin derinden hissedildiği Nisan 2020 döneminden itibaren yüzde 65,1 oranında artarken, 2021 yılı üçüncü çeyreğine kıyasla yılın son çeyreğinde yüzde 11,9 oranında azalmıştır. Bu dönemde üçüncü çeyreğe göre, Çin'in çelik üretimini sınırlandırması ile demir cevheri

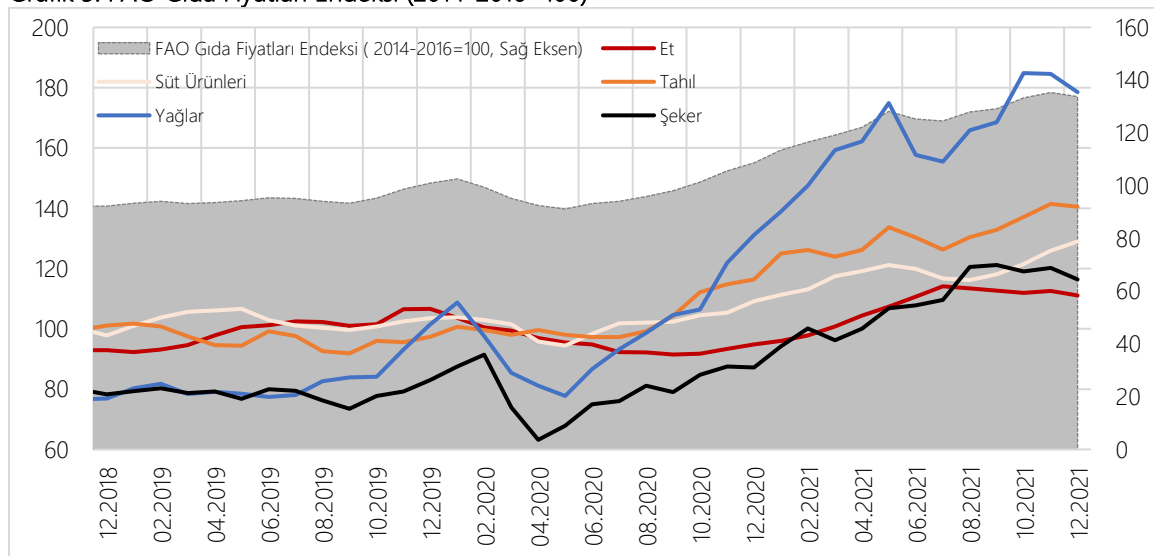
fiyatlarında gözlenen yüzde 32,9 oranında azalış ve Çin’de gayrimenkul sektöründe yaşanan kriz ile zayıflayan otomobil üretimi gibi faktörlerle sınırlı miktarda artan bakır fiyatları ana metal fiyatlarındaki seyirde belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, ana metal fiyatları salgın öncesi döneme göre oldukça yüksek seviyelerde kalmaya devam etmekte olup, 2021 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 28,0 oranında artış gerçekleşmiştir.

Ayrıca, alüminyum fiyatlarında gözlenen yukarı yönlü eğilim; Çin’de arz kısıtlarının derinleşmesi, girdi maliyetlerinde yaşanan artışlar ve küresel enerji arzı krizi gibi faktörlere bağlı olarak sürmeye devam etmiş, yılın son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 43,6 oranında artarak son 13 yılın en yüksek seviyesine gelmiştir.

**Diğer taraftan, Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin alt endekslerinden olan Kıymetli Madenler grubu fiyatlarında 2021 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 4,8 oranında azalış kaydedilmiş ve böylelikle Enerji Dışı Emtialar Endeksinde yaşanan artışı sınırlandırıcı etkisi olmuştur.** Kıymetli madenler grubu geçtiğimiz yıl rekor seviyeleri gördüğü Ağustos ayı ile 2021 yılı Aralık ayı arasında yaklaşık yüzde 9,8 oranında azalmıştır. Söz konusu grubun ana alt endeksi olan altın 2021 yılı ikinci yarısında 10 yıllık ABD Hazine Tahvillerinin getirisinin yükselmesiyle yatırımlar azalmış, FED’in varlık alımlarını azaltmaya ve faiz oranını beklenenden daha fazla arttırmaya yönelik yapılan açıklamaları, ABD dolarının diğer para birimlerine karşı güçlenmesi ve Kovid-19 riskinin azalması ile küresel ölçekte talep gerilemiştir. Bununla birlikte, Merkez Bankalarının altın alımlarını 2021 yılı ikinci yarısında özellikle dördüncü çeyrekte durdurması, altına olan talepteki daralmayı desteklemiş ve fiyatlarda yukarı yönlü artış eğilimini sınırlamıştır.

**Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin son alt grubu olan Gıda ve İçecekler grubu fiyatlarında, 2021 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 24,7 oranında artış kaydedilmiştir.** Bu gelişmede salgın kaynaklı olarak gıdaya olan talepteki canlanma, kuraklık riski, arz güvenliğinin sağlanamaması ve üretimin zayıflaması gibi çeşitli faktörler etkili olmuştur.

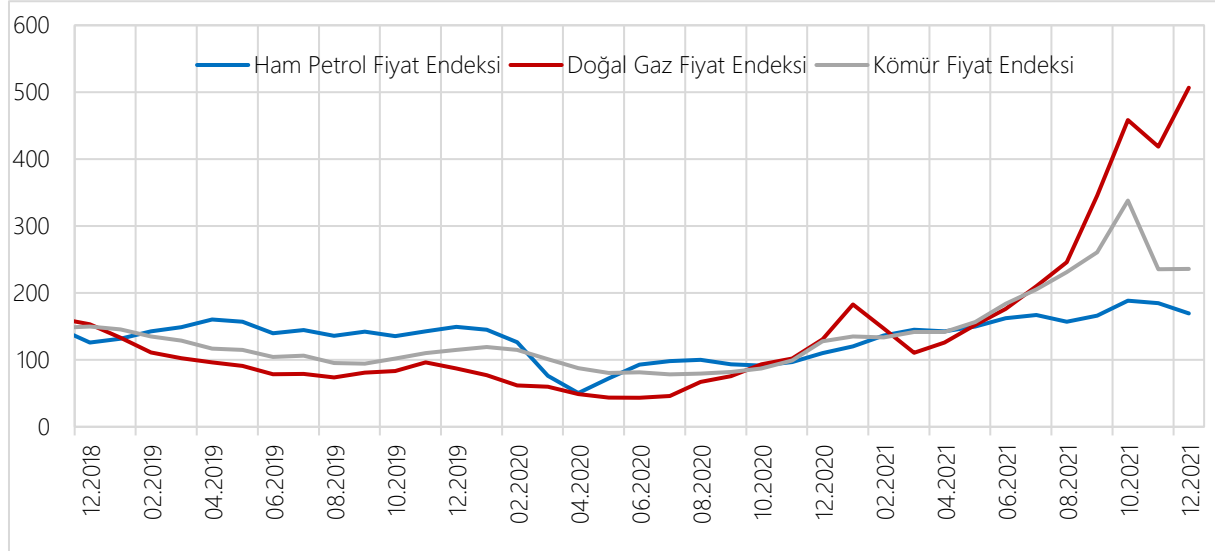
**Grafik 5: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (2014-2016=100)**



Kaynak: FAO

Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) Aralık 2021 Küresel Gıda Fiyat Endeksi raporuna göre küresel gıda fiyatlarında Aralık ayında yıllık bazda yüzde 23,1 oranında artış kaydedilmiştir. Endeksin 2021 yılı ortalaması, bir önceki yıla göre yüzde 28,1 artışla 125,7 puan seviyesinde gerçekleşmiştir. Süt Ürünleri Fiyat Endeksi ise Aralık 2021'de bir önceki aya göre yüzde 1,8 artarak tek yükselen alt endeks olmuş, söz konusu endeksin 2021 yılı ortalaması ise bir önceki yıla göre yüzde 16,9 yükselmiştir.

Grafik 6: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100)



Kaynak: IMF

2021 yılı dördüncü çeyreğinde Enerji Emtiaları Fiyat Endeksinde yılbaşından beri yaşanan artış eğilimi doğal gaz ve katı yakıt fiyatlarındaki ciddi yükseliş kaynaklı olarak devam etmiştir. Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi 2021 yılında bir önceki yıla kıyasla ortalama yüzde 92,8 oranında yükselmiştir. Doğal gaz fiyatlarında geçtiğimiz 12 aylık dönem itibarıyla mevsimsel faktörler ve küresel ekonomik konjonktüre bağlı olarak bir hayli oynaklık meydana gelmiştir. 2020 yılı ikinci çeyreğinde küresel ölçekte yaşanan durgunluk ile birlikte aşırı yükselen arz kaynaklı ciddi düşüş gözlenmiştir. 2021 yılı ilk yarısından itibaren ise dünyanın üç büyük LNG tüketicisi olan ülkelerde; Japonya, Çin ve Güney Kore'de, yaşanan çok düşük sıcaklıklar, Sıvılaştırılmış Doğal Gaz (LNG)'a olan talebi artırmış, LNG arz sıkıntısı meydana gelmiş ve bunun sonucunda fiyatlar son dönemlerde yükselmiştir. **Doğal Gaz Fiyat Endeksi** 2021 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 324,3 oranında artarak Enerji Emtiaları Fiyat Endeksindeki artışın belirleyicisi olmuştur. Ek olarak, Doğal Gaz Fiyat Endeksi 2021 yılı genelinde 2020 yılına kıyasla ortalama yüzde 237 oranında artmış, ileri tarihli kontratlarda ise 2022 yılında yıllık bazda ortalama yüzde 58 oranında artması beklenmektedir. Ayrıca, **Kömür Fiyat Endeksi** ise aynı dönemde yüzde 158 oranında artarak enerji emtialarında yükselişin belirleyicilerinden bir diğeri olmuştur.

**Ham Petrol fiyatlarında, 2021 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 81,7 oranında artış kaydedilmiştir.** Bununla birlikte, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde OPEC+ ülkeleri tarafından önceden belirlenen program dâhilinde petrol üretiminin günlük 400 bin varil artırılması, ABD'de etkisini artıran kasırganın sondaj kulelerine zarar vermesi ve enerji krizinin sebep olduğu yüksek doğal gaz fiyatlarına muadil olarak elektrik üretiminde kullanılan ham petrol stoklarının talebi canlandırması ile Kovid-19'un yeni varyantlarının ortaya çıkması gibi faktörlerin birleşmesiyle Brent tipi ham petrol fiyatları 2021 yılı son çeyreğinde varil başına ortalama 79,6 Dolar seviyesine

yükselmiştir. EIA tarafından Ocak 2022'de yayımlanan Kısa Dönem Enerji Görünümü raporunda, 2021 yılı genelinde petrol fiyatlarının yüksek seviyelerde kaldığı ve Ekim ayında 83,5 Doları test ettikten sonra Aralık ayında 74 Dolar seviyesine gerilediğinden bahsedilmiştir. Bu görünümde, OPEC üyelerinin üretimlerini arttırmaları ve Omikron varyantının etkisini göstermesi etkili olmuştur.

EIA tarafından Mart 2022'de yayımlanan Kısa Dönem Enerji Görünümü raporunda ise, Rusya ile Ukrayna arasında yaşanan gerilimin 24 Şubat tarihinde savaşa dönüşmesiyle Rusya tarafına uygulanması muhtemel ve hâlihazırda uygulanan ambargoların petrol fiyatlarını Eylül 2014'ten bu yana ilk defa 100 Doların üzerine çıkardığı vurgulanmıştır. Petrol fiyatlarının artmasında dört önemli faktör sıralanmıştır. İlk olarak petrol tüketiminin 2020 yılı ortalarından beri üretiminden oldukça fazla olması, ikinci faktör ise pek çok jeopolitik faktörün baş göstermesi, bir diğer faktör ise OPEC üyesi ülkelerin üretimlerini hedeflenen ölçekte arttıramamaları ve son olarak da azalan Kovid-19 endişesi ve elektrik üretimi için artan petrol talebi sıralanmıştır. EIA, Brent petrolün 2022 yılı ikinci yarısında 102 Dolar seviyesinde seyredeceğini, 2023 yılında ise 89 Dolar seviyesine gerileyeceğini tahmin etmektedir.

IMF Dünya Ekonomik Görünümü 2022 yılı Ocak ayı raporunda, 2021 yılında yüzde 67,3 oranında artan Enerji Emtiaları Fiyat Endeksinin 2022 yılında yüzde 11,9 oranında artması, 2023 yılında yüzde 7,8 oranında daralması öngörülmektedir. Ayrıca, 2021 yılında yüzde 26,7 oranında artan Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin ise, 2022 yılında yüzde 3,1 artması, 2023 yılında yüzde 1,9 oranında daralması öngörülmektedir.

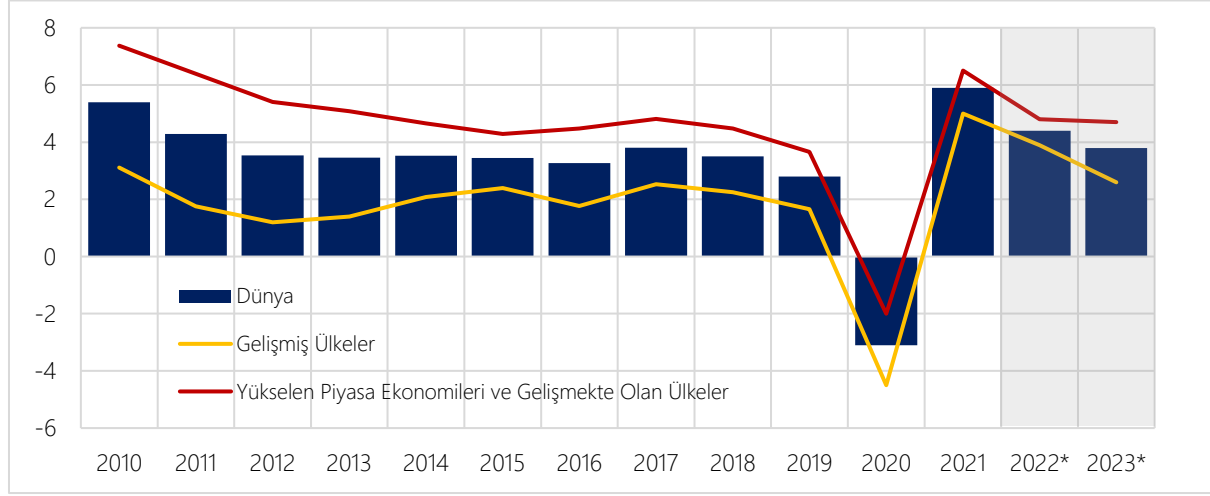
## 2.5 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri

Pandemi üçüncü yılına girerken, küresel toparlanma eğilimi farklı zorluklarla karşı karşıya kalmaktadır. Omikron varyantının hızla yayılması, birçok ülkede hareketlilik kısıtlamalarının yenilenmesine ve işgücü kısıtlarının artmasına neden olmaktadır. Arz kesintileri hala iktisadi faaliyet üzerinde baskı oluşturmakta ve enflasyonda artışa neden olan faktörlerden biri olarak dikkat çekmektedir. Güçlü talep ve artan gıda ve enerji fiyatlarından kaynaklanan baskılar da enflasyonu bir risk unsuru haline getirmektedir. Ayrıca, rekor düzeydeki borçluluk ve artan enflasyon, birçok ülkenin politika alanını kısıtlayacak boyuta gelmiştir.

Bununla birlikte, bazı zorlukların diğerlerinden daha kısa vadeli olabileceği değerlendirilmektedir. Yeni varyant Omicron, Delta varyantından daha az şiddetli hastalık ile ilişkili görünmektedir. Hastalığın bulaşma hızındaki rekor yükselişin görece hızlı bir şekilde azalması beklenmektedir. Bu nedenle IMF'nin en son Dünya Ekonomik Görünümü, Omikron'un 2022'nin ilk çeyreğinde faaliyete ağırlık vereceğini, ancak bu etkinin ikinci çeyrekte azalacağını öngörmektedir.

Nitekim diğer zorluklar ve politika eksenlerinin görünüm üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olması beklenmektedir. 2022 yılı için küresel büyüme, esas olarak ABD ve Çin'deki indirimler nedeniyle, daha önceki tahminden 0,5 puan düşük ve yüzde 4,4 olarak tahmin edilmiştir.

Grafik 7: IMF Küresel Büyüme Tahmini



Kaynak: IMF

IMF gelişmiş ekonomilerde 2022 yılı büyüme beklentilerini bir önceki rapora göre 0,6 puan aşağı yönde yüzde 3,9'a revize etmiştir. Başlıca ülkelere ait 2022 yılı büyüme tahminleri ise ABD için yüzde 4; Japonya için yüzde 3,3; İngiltere için yüzde 4,7; Almanya için yüzde 3,8; Fransa için yüzde 3,5; İtalya için yüzde 3,8 ve İspanya için ise yüzde 5,8 olarak açıklanmıştır.

IMF Yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkeler grubunda büyümenin 2022 yılında, bir önceki rapor dönemine kıyasla 0,3 puan yukarı yönlü revizyon ile yüzde 4,8 olacağını öngörmektedir.

Tablo 3: 2021 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri

	Dünya Bankası (Ocak 2022)			IMF WEO (Ocak 2022)			OECD (Aralık 2021)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Büyüme	5,5	4,1	3,2	5,9	4,4	3,8	5,6	4,5	3,2
Fiyat(**)	-	-		3,1	3,9	2,1	3,5	4,2	3,0
Dış Ticaret Hacmi(*)	9,5	5,8	4,7	9,3	6,0	4,9	9,3	4,9	4,5
İşsizlik	-	-		-	-	-	6,2	5,5	5,2

Kaynak: Dünya Bankası, IMF, OECD

(\*) OECD verisi dış ticaretteki reel artışı göstermektedir.

(\*\*) IMF Fiyat verisi Gelişmiş ülkelerin enflasyon oranlarıdır.

IMF raporunda, enflasyonun 2022 yılında yükselme eğiliminde olacağı beklenmektedir. Gelişmiş ülkeler için ortalamada yüzde 3,9, yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için yüzde 5,9 oranında enflasyon tahmin edilmektedir. Orta vadede enflasyon beklentilerinin iyi yönetileceği, salgının etkisinin azalacağı, arz zinciri kısıtlarının kalkacağı, para politikasının sıkılaştırılacağı ve talep dengesizliklerinin mal-yoğun tüketimden hizmet sektörüne yöneleceği varsayılmaktadır. Petrol fiyatlarındaki hızlı artışın 2022-2023 döneminde yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. 2022'de petrol fiyatı yüzde 12, doğal gaz fiyatı yüzde 58 olarak tahmin edilmiştir. Gıda fiyatlarının 2022'de yüzde 4,25 artacağı 2023'te ise azalacağı beklenmektedir. Birçok ülkede istihdam ve işgücü piyasasına katılımın salgın öncesi seviyelerine dönmesine rağmen nominal ücret artışları kontrol altında tutulmuştur. ABD'de ise işsizlikteki sert düşüşü nominal ücret artışı izlemiştir.

ABD’de daha az genişlemeci para politikası duruşunun (ya da bu politikadan kademeli olarak çıkışın) küresel finansal koşullarda sıkılaşıma getireceği ve yükselen piyasa ekonomileri ve GOÜ döviz kurları üzerinde baskı yaratacağı beklenmektedir. Yükselen faiz oranları dünya genelinde borçlanma maliyetlerini artıracak, kamu finansmanını üzerinde kısıt yaratacaktır. Döviz borcu yüksek, finansal koşulları sıkı, döviz kuru değer kaybeden ve ithal yüksek enflasyonla karşı karşıya olan ülkelerde para-maliye politikası arasında zorlu bir ödünleşime (trade-off) neden olacaktır. 2022 yılında yükselen piyasa ekonomileri ve GOÜ’de mali sıkılaşıma beklense de salgın sonrasında borç yükü uzun süre devam edecektir.

Küresel ticaret büyümeye paralel olarak 2022 ve 2023’te sınırlı artış gösterecektir. 2022 sonuna doğru salgının azalacağı varsayımıyla arz zinciri kısıtlarının da kalkacağı beklenmektedir. Küresel mal talebinde beklenen iyileşme de dengesizlikleri azaltacaktır. Böylece, küresel dış ticaret hacminin 2022 yılında yüzde 4,9, 2023 yılında yüzde 4,5 oranında artacağı tahmin edilmektedir.

**OECD, Aralık 2021 tarihinde yayımlanan ekonomik görünüm raporunda küresel ekonomik görünümün salgın öncesi seviyelere yakınlaştığını ancak ülke grupları arasında farklılık gösterdiğini vurgulamıştır.** Gelişmiş ekonomilerde teşvik politikalarının artırılması, salgınla mücadelede aşılamanın hızlı ve etkili bir şekilde yürütülmesi ve talepte yaşanan canlanma ile yeniden açılan ekonomilerin hızlı toparlanması yılın ilk çeyreğinde göze çarpmıştır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde yavaşlayan aşılama çalışmaları, yeni varyantların ortaya çıkmasıyla tekrardan kapanmalara gidilmesi gibi faktörlerin ekonomilerin büyümelerini sınırladığı etki yapacağı vurgulanmıştır. Aralık 2021 raporunda, 2020 yılı genelinde yaşanan daralmanın yüzde 3,4 olduğu tahmin edilmektedir, 2021 yılında küresel GSYH’nın yüzde 5,6, 2022 yılında yüzde 4,5, 2023 yılında ise yüzde 3,2 oranında yükseleceği tahmin edilmektedir. Küresel görünümün yılın ilk çeyreğinde salgın öncesi döneme yakınsadığı belirtilmiş ancak, 2022 yılı sonuna kadar halen belirsizliğin korunduğu vurgulanmıştır.

**OECD tahminlerine göre, fiyatlar genel seviyesinin 2020 yılında bir önceki yıla kıyasla yüzde 1,5 seviyesinde gerçekleştiği, 2021 yılında açılan ekonomilerde talep canlanmasıyla birlikte yaşanan arz kısıntılarıyla yüzde 3,5, 2022 yılında ise artan fiyat baskılarının etkisiyle yüzde 4,2 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.** Söz konusu raporda işsizlik oranları da güncellenmiş olup, 2020 yılı için yüzde 7,1 olarak açıklanan oranın 2021 yılında yüzde 6,2 seviyesine düşeceği tahmin edilmiştir. 2021 yılı ikinci yarısından itibaren artan küresel talep ile bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıntıları emtia fiyatlarını tarihi seviyelere yükseltmiş, böylelikle 2021 yılı son çeyreğinde enflasyon sorunu küresel ölçekte toparlanma yolunda büyük bir risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır. Artan enflasyon baskısı az gelişmiş ülkeler üzerinde çok daha yıkıcı etkilere sebep olsa da küresel ölçekte iktisadi faaliyeti de sekteye uğratacaktır.

**OECD raporunda salgın kaynaklı belirsizlik ortamının devam ettiğinden bahisle ülkelerin önceliklendirmesi gereken politikalara değinilmiş ve ekonomik gelişmelerle uyumlu politikalar geliştirilmesinin, kaynakların verimli kullanımının ve sıkı duruşlarından mümkün olduğunca vazgeçilmemesinin gerektiği vurgulanmıştır.** Raporda, ekonomilerin tekrardan tam anlamıyla toparlanmaları için aşılama hızlarını artırmaları ve adil bir şekilde paylaşımlarının gerekliliği, daha sürdürülebilir bir büyüme tesisi için kaliteli yatırımların özendirilmesi ve yeni iş fırsatlarına uygun şekilde kalifiyeli çalışanların eğitilmesi gibi bir dizi politika önerilerinde bulunulmuştur.

Öte yandan, önceki raporda yüzde 8,5 oranında azalacağı tahmin edilen 2020 yılı reel dünya ticaret hacmi, Kovid-19 aşılmasının hız kazanması ve ekonomilerin yeniden açılmaya başlamasıyla taşımacılık faaliyetlerinin artışa geçmesiyle beraber yüzde -8,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılında aşının yaygın kullanımı ile azalan vaka sayılarının dış ticareti canlandıracağı beklentisiyle yüzde



9,5 seviyesinde artış beklenmektedir. 2022 yılında ise yüzde 5,8 oranında bir ticaret hacmi artışı beklenirken, 2023 yılında yüzde 4,7 oranında beklenti paylaşılmıştır.

### 3 Bölgesel Görünüm

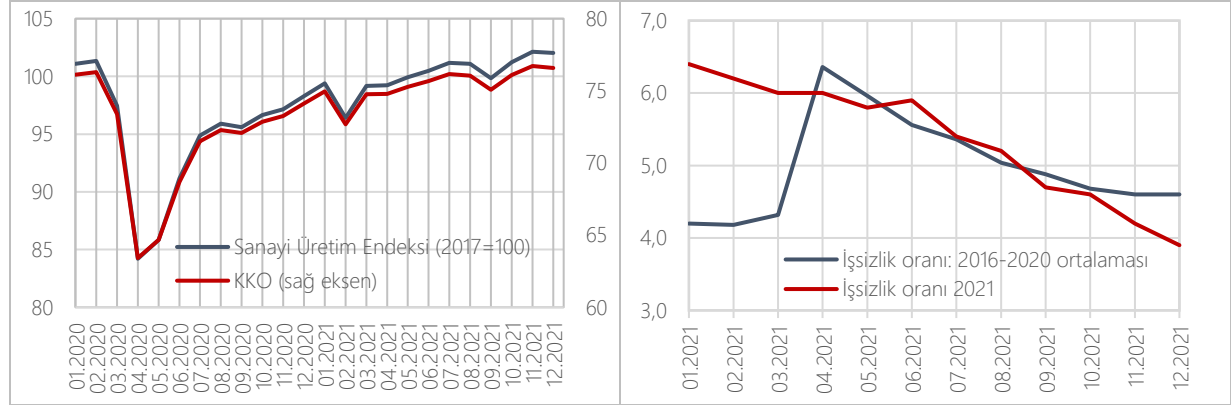
#### 3.1 Gelişmiş Ekonomiler

Gelişmiş ülkelerde yaşanan tedarik sorunları 2021 yılı dördüncü çeyreğe kadar devam etmiş; özellikle Avrupa ve ABD’de küresel üretimi engellemiştir. Başta Avrupa ülkeleri olmak üzere, Kovid-19 vakalarındaki canlanma ise güçlü toparlanmayı geciktirmiştir. Fosil yakıt fiyatları geçtiğimiz yıl fiyatlarının neredeyse iki katına çıkarak enerji maliyetlerini artırmış; özellikle Avrupa’da daha yüksek bir enflasyona neden olmuştur. Tedarik zinciri aksaklıkları, tıkanan limanlar, kara tarafındaki kısıtlamalar ve mallara yönelik yüksek talep de özellikle ABD’de artan fiyat baskılarına yol açmıştır. ABD’de fiyat ve ücret baskılarının artmasıyla birlikte Fed varlık alımlarının azaltılmasını hızlandırmaya karar vermiş ve 2022’de beklenenden daha fazla faiz artırımını yapılacağını sinyallerini vermiştir.

ABD ekonomisi, Ekonomik Analiz Bürosu tarafından yayınlanan ikinci GSYH tahminine göre, 2021 yılı üçüncü çeyrekte yüzde 2,3 oranında büyürken 2021 yılı dördüncü çeyrekte yüzde 7<sup>3</sup> oranında büyüme kaydetmiştir. Yıllık bazda ise ABD ekonomisi, 2021 yılı üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 4,7 oranında artış gösterirken, dördüncü çeyrekte yüzde 5,4<sup>4</sup> oranında büyüme kaydetmiştir. Dördüncü çeyrek büyümesindeki hızlanmada ihracattaki artışın yanı sıra stok yatırımları ve tüketici harcamalarındaki artış belirleyici olmuştur.

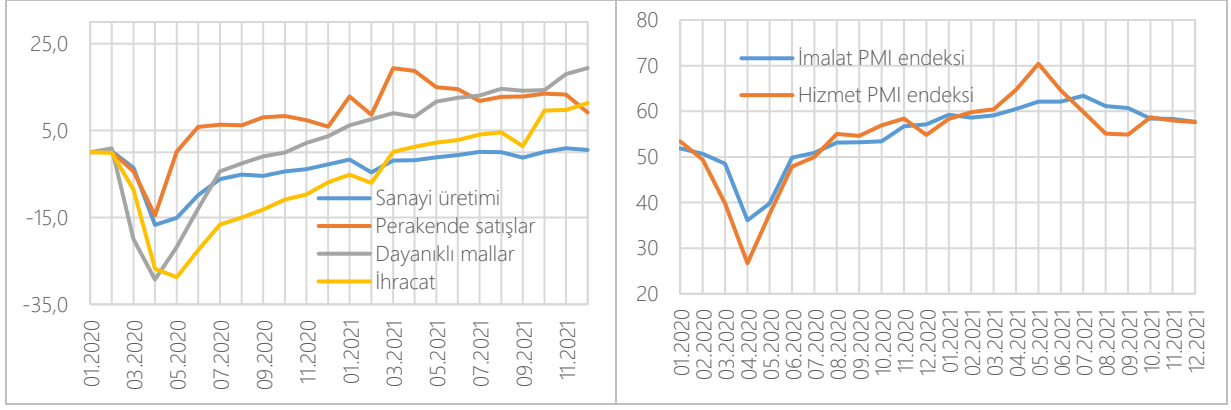
ABD Merkez Bankası (Fed)’nin Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısında komite politika faizini değiştirmeyerek yüzde 0-0,25 aralığında sabit tutmuş ve işgücü piyasası koşullarının komitenin maksimum istihdam değerlendirmeleriyle uyumlu seviyelere ulaşana ve enflasyon yüzde 2 seviyesine yükselene kadar bu hedef aralığın sürdürülmesine karar vermiştir.

Grafik 8: ABD Ekonomisine ilişkin Göstergeler



<sup>3</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış, yıllıklandırılmış, bir önceki döneme göre yüzde değişim

<sup>4</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmamış, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişim



Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), U.S. Census Bureau, Bloomberg

ABD’de sanayi üretim endeksi ve kapasite kullanım oranı Ekim ayında yükselişe geçerken, Kasım ayında bu yükseliş devam ettirmiştir. Aralık ayında ise her iki göstergede de kısmi düşüş gerçekleşmiştir. 2021 yılı dördüncü çeyreğinde imalat PMI endeksi düşüşüne devam etmiştir. Hizmet PMI endeksi ise Ekim ayında artmasına karşın, ilerleyen aylarda düşüşe geçmiştir.

İşgücü piyasası dördüncü çeyrekte toparlanmaya devam etmiştir. Ekim ayında yüzde 4,6, Kasım ayında ise yüzde 4,2 seviyesinde olan işsizlik oranı, Aralık ayında 2020 yılı Şubat ayından bu yana en düşük oran olan yüzde 3,9’a gerileyerek hızla toplanan bir ekonomiye ve güçlü işgücü talebinin yardımıyla işgücü piyasasında iyileşmeye işaret etmektedir. Ayrıca, yukarıdaki grafikten görüleceği üzere, işsizlik oranı dördüncü çeyrekte son 5 yıl ortalamasının altında seyretmektedir.

Avro Bölgesi, 2021 yılı üçüncü çeyrekte yüzde 2,3 oranında büyürken; Avrupa Birliği İstatistik Ofisi (Eurostat) tarafından yayınlanan tahmine göre, 2021 yılı dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,3<sup>5</sup> oranında büyüme kaydetmiştir. Avro Bölgesi ekonomisi yıllık bazda ise, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 4 oranındaki büyümenin ardından 2021 yılı dördüncü çeyreğinde yüzde 4,4<sup>6</sup> oranında büyüme kaydetmiştir.

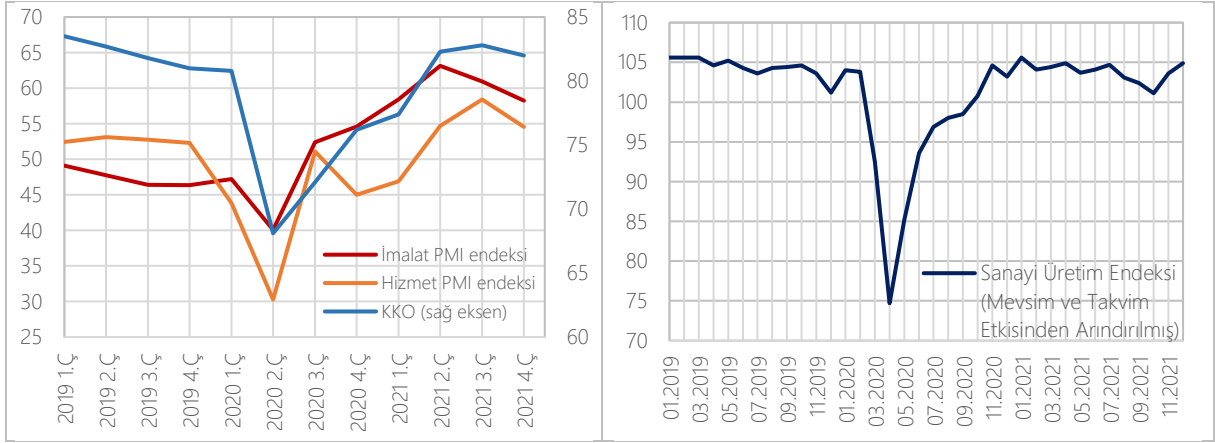
50 kritik eşğin üzerinde seyreden imalat PMI endeksi 2021 yılı dördüncü çeyrekte düşüşe devam etmiştir. Hizmet sektörü PMI endeksi ise üçüncü çeyrekteki yükselişine ara vererek dördüncü çeyrekte düşüşe geçmiştir.

AB genelinde kapasite kullanım oranı 2021 üçüncü çeyrekte yüzde 82,8 iken, 2021 yılı dördüncü çeyrekte yüzde 82’ye düşmüştür. AB sanayi üretim endeksi ise Ekim ayında düşerken, yılın son iki ayında yükselişe geçmiştir.

<sup>5</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış

<sup>6</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmamış

Grafik 9: AB Ekonomisine ilişkin Göstergeler



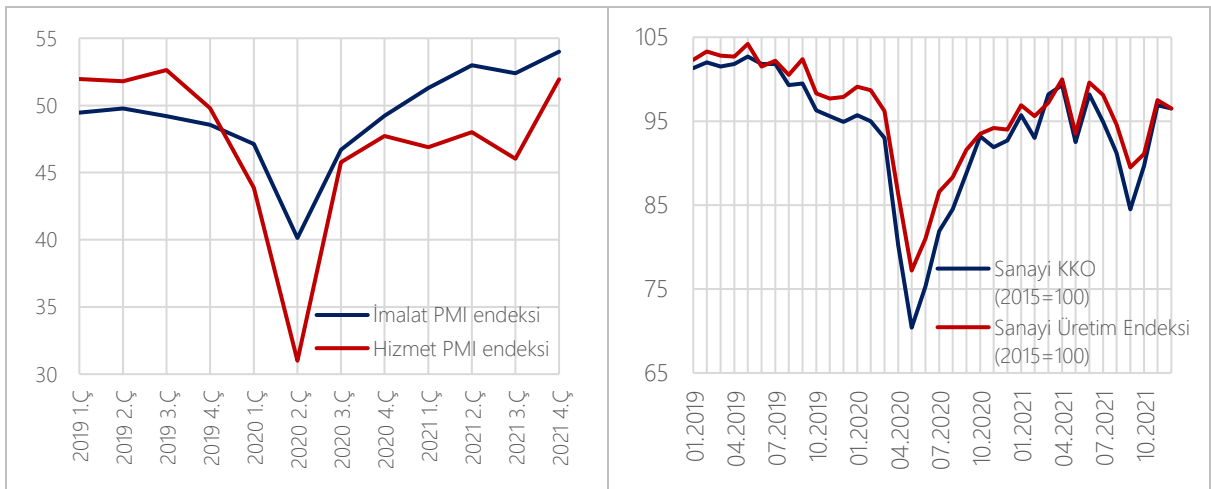
Kaynak: Bloomberg, Eurostat

2021 yılı dördüncü çeyrekte işsizlik oranı bir önceki çeyreğe göre hızla düşmeye devam etmektedir. Ekim ayında yüzde 7,3 olan işsizlik oranı Aralık ayında yüzde 7'ye gerilemiştir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi, Pandemi Acil Durum Alım Programı (PEPP) kapsamında bir önceki çeyreğe göre daha düşük bir hızda net varlık alımı gerçekleştirmeyi planlamış ve 2022 yılı Mart ayı sonunda PEPP kapsamında net varlık alımlarına son vereceğini açıklamıştır. Ayrıca, Varlık Satın Alma Programı (APP) kapsamındaki net alımların ayda 20 milyar avro olacak şekilde devam edeceği belirtilmiştir. Ana refinansman işlemlerinin faiz oranı ile marjinal kredi imkanı ve mevduat imkanı faiz oranları değiştirilmeyerek sırasıyla yüzde 0, 0,25 ve -0,50 olarak sabit bırakılmıştır.

Japonya ekonomisi dördüncü çeyrekte yüzde 4,6<sup>7</sup> oranında genişleyerek üçüncü çeyrekteki yüzde 2,8 oranındaki daralmayı tersine döndürmüştür. Bir önceki çeyrekteki salgın kaynaklı baskılar ve artan enerji maliyetleri nedeniyle yüzde 0,7<sup>8</sup> oranındaki daralmanın ardından dördüncü çeyrekte yüzde 1,1 oranında büyüme kaydetmiştir. Koronavirüs vakalarındaki düşüşün ve artan aşılanmanın ardından salgının kontrol altına alınması ile toparlanma, 2020 yılının son çeyreğinden bu yana en güçlü genişleme hızına işaret etmiştir.

Grafik 10: Japonya Ekonomisine ilişkin Göstergeler



Kaynak: Bloomberg

<sup>7</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış yıllıklandırılmış

<sup>8</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış, bir önceki döneme göre

Japonya'da üçüncü çeyrekte ortalama 2,8 seviyesinde seyreden işsizlik oranı, dördüncü çeyrekte yüzde 2,8'in altına gerilemiştir.

Japonya Merkez Bankası (BoJ), ödenmemiş tutarlarındaki yıllık artış oranlarına göre sırasıyla yaklaşık 12 trilyon JPY ve 180 milyar JPY üst limitleri olan borsa yatırım fonları (ETF) ve Japonya gayrimenkul yatırım ortaklıklarını (J-REIT) satın alacağını tekrarlamıştır. BoJ, kısa vadeli politika faiz oranını yüzde -0,1 olarak sabit bırakmış ve 10 yıllık Japon hükümeti devlet tahvili (JGB) getirisini yüzde 0 civarında sınırlamak için satın alacağı JGB miktarına bir üst sınır koymamaya devam edeceğini yinelemiştir. Ayrıca Mart 2022'nin sonuna kadar toplamda yaklaşık 20 trilyon yen tutarında üst limitli finansman bonusu ve şirket tahvili satın alacağını tekrarlamıştır.

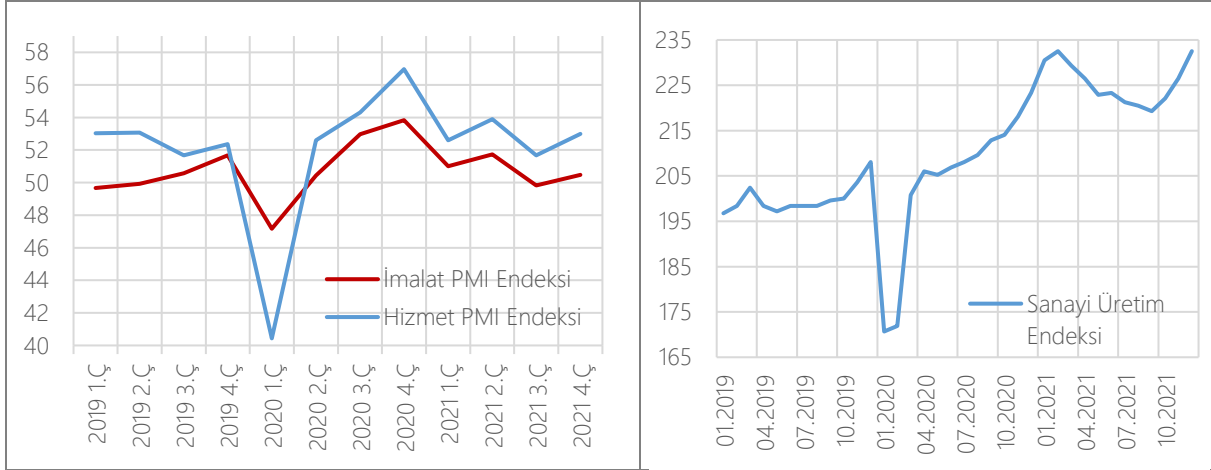
2021 yılı dördüncü çeyrekte ortalama imalat ve hizmet PMI endeksleri yükselmiştir. İmalat PMI endeksi 50 kritik seviyenin üzerinde seyretelemeye devam ederken, hizmet PMI endeksi ise eşik değerin üzerine çıkmıştır. Sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları Ekim ayından itibaren yükselişe geçmiştir. Aralık ayında ise her iki göstergede de sınırlı bir düşüş gözlenmiştir.

### 3.2 Gelişmekte olan Ekonomiler

**Çin, 2021 yılının son çeyreğinde yüzde 4 oranında büyüme kaydetmiştir.** Bu oran, yılın son aylarında da etkileri devam eden emlak krizi, tedarik zinciri sorunları ve bazı eyaletlerde gözlemlenen Covid-19 vakaları kaynaklı, 2020 yılının ikinci çeyreğinden bu yana gerçekleşen en yavaş büyüme oranı olarak kaydedilmiştir. Enerji kesintileri sebebiyle üretimin sekteye uğraması, azalan gayrimenkul yatırımları ve kamu yatırımlarının beklenenden daha hızlı geri çekilmesi gibi unsurlar ikinci yarıdaki yavaşlamaya sebep olmuştur. Son çeyrekteki durgun performansa rağmen, Çin ekonomisi, hükümetin yüzde 6 oranındaki büyüme hedefini önemli ölçüde aşarak 2021 yılının tamamında, son on yılın en yüksek seviyesinde, yüzde 8,1 oranında büyümüştür. Para politikasındaki gevşeme ve güçlü ihracat, ülke ekonomisinin, 2022 yılındaki büyüme görünümünü destekleyen unsurlardır. Diğer taraftan, Çin'in emlak sektöründeki küçülme, inşaat sektörü istihdamı için beklentilerin kötüleşmesine yol açarak özel tüketimin beklenenden daha zayıf bir görünüm sergileyeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımların azalmasının, ticaret ortaklarının beklentilerini olumsuz yönde etkilediği düşünülmektedir. Bu nedenle, IMF'nin Ocak ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda Çin'in 2022 yılındaki büyüme oranı tahmini, Ekim ayındaki bir önceki rapora göre 0,8 puan düşürülerek yüzde 4,8 olarak revize edilmiştir.

**Çin'de sanayi üretimi, Aralık ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,3 oranında artış kaydederek son çeyrekte büyümenin sürükleyici sektörü olmuştur.** Enerji üretimindeki toparlanmanın da yardımıyla sanayi üretimi, Ağustos ayından bu yana en güçlü büyüme oranını kaydetmiştir. Öte yandan, bazı eyaletlerdeki sokağa çıkma kısıtlamaları yıl boyunca tüketimi baskılamıştır. Perakende satışlar, 2021 yılı Aralık ayında 2020 yılının aynı ayına kıyasla ancak yüzde 1,7 oranında artarak Kasım ayındaki büyümeye göre gerilemiştir. Caixin Çin İmalat PMI, Aralık ayında 50,9 seviyesinde gerçekleşerek imalat sanayiindeki faaliyetlerin yeniden büyüme bölgesinde seyreteğine işaret etmiştir. Bazı bölgelerde gözlemlenen Covid-19 vakalarının kontrol altına alınması, imalat sektöründeki büyümenin son altı ayın en yüksek seviyesinde gerçekleşmesini sağlamıştır.

Grafik 11: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: Bloomberg, CPB

Çin'in ihracatının güçlü temposu 2021 yılının dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Aralık ayında ihracat, yıllık yüzde 20,9 oranında artarak 340,5 milyar ABD doları ile rekor seviyeye ulaşmıştır. 2021 yılının tamamında ise, yüzde 29,9 oranında büyüme sergileyerek 3,3 trilyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Üretimi kesintiye uğratan yarı iletken kıtlığına rağmen, ihracat rakamlarındaki bu yüksek oranlı büyümenin artan küresel talebin bir sonucu olduğu değerlendirilmektedir. İthalat artışı ise tam tersine beklentilerin biraz altında kalmıştır. İthalat, Aralık ayında 246 milyar ABD doları ve tüm yıl için 2,7 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle, 2021 yılının tamamı için ticaret fazlası, 2020 yılında 524 milyar ABD dolarından rekor düzeyde en yüksek seviye olan 676,4 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

Çin'de üretici fiyat endeksi, Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 10,3 oranında artış kaydetmiştir. Endeksin, son dört ayın en düşük seviyesinde gerçekleşerek hız kesmesinde, hükümetin arzı güvence altına alma ve yükselen emtia fiyatlarını kontrol etme önlemlerinin etkisi olduğu düşünülmektedir. Diğer yandan, Omikron varyantına bağlı kısıtlamalar dolayısıyla görece zayıf seyreden yurt içi talep, tüketici fiyatları endeksinde sınırlı oranda bir artışa neden olmuştur.

Çin Merkez Bankası (PBOC), pek çok banka için zorunlu karşılık oranını 50 baz puan düşürerek Aralık ayında parasal genişlemeye yönelik temkinli bir adım atmış ve "ihtiyatlı" para politikası duruşunun değişmediği konusunda ısrar etmiştir. Bunun yanı sıra, Banka, Aralık ayı düzeltmesinde, gösterge konumundaki bir yıl vadeli kredi faiz oranını 5 baz puan azaltarak yüzde 3,80 seviyesine indirmiştir ve bu karar, 2020 yılı Nisan ayından bu yana ilk faiz indirimi olmuştur. Bununla birlikte, Banka'nın, enflasyonist baskıların azalmaya başlamasıyla beraber, zayıf seyreden yurt içi talebin ve emlak sektöründeki durgunluğun büyümeyi yavaşlatması tehlikesine karşın genişleyici para politikası uygulamaları için önü açılmıştır.

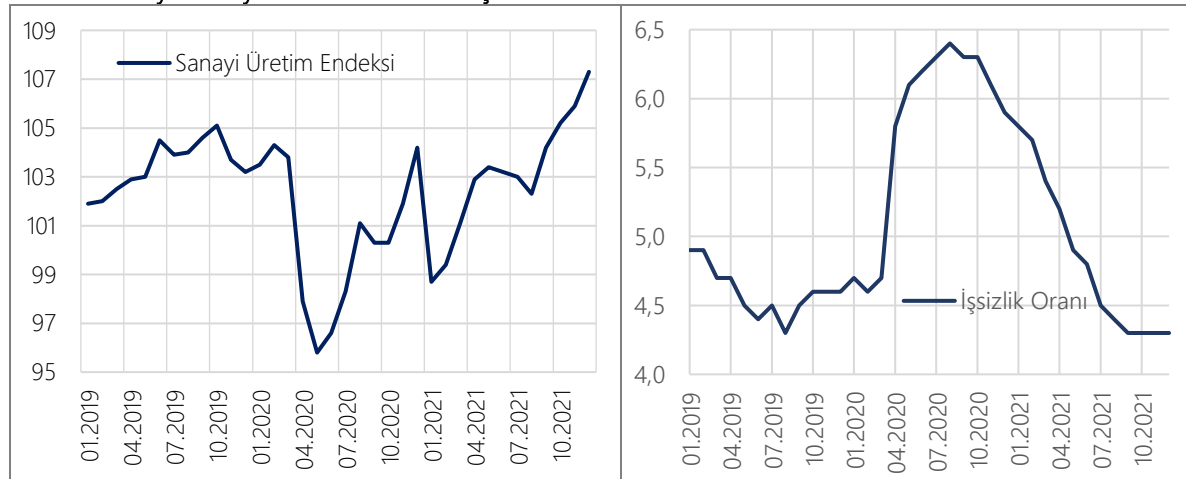
Rusya'nın, 2021 yılı genelinde, son çeyrek büyüme verisinin henüz açıklanmamış olmasına rağmen, mevcut birtakım öncü göstergeler ışığında güçlü bir büyüme oranı kaydettiği tahmin edilmektedir. Özel tüketimdeki yüksek oranlı artışlar ve sabit yatırımlardaki güçlü görünüm yurt içi talebin canlı seyrettiğine işaret etmektedir. Mal ve hizmet ihracatı bir önceki yıla göre yüzde 3,4 oranında artarak dış talebin büyümeyi desteklediği anlaşılmaktadır. Öte yandan, 2020 yılında salgın koşullarının neden olduğu iktisadi faaliyetlerin durma noktasına gelmesiyle beraber ortaya çıkan düşük baz etkisi de

2021 yılı için yüksek oranlı GSYH büyümesini ima etmektedir. IMF, Ocak ayında yayınlamış olduğu Dünya Ekonomik Görünüm raporunda Rusya'nın 2021 yılında yüzde 4,5 oranında büyüdüğünü tahmin etmiştir. Ayrıca, yine aynı raporda, Rusya'nın 2022 yılındaki büyüme oranı tahmini, Ekim ayındaki bir önceki rapora göre 0,1 puan düşürülerek yüzde 2,8 olarak revize edilmiştir. Baz etkisinin gücünü kaybetmeye ve yurt içi ve yurt dışı talep koşullarının normalleşmeye başlamasıyla birlikte GSYH büyümesinin 2022 yılı için daha ılımlı olması beklenmektedir. Öte yandan, 2022 yılının Şubat ayında başlayan Rusya-Ukrayna savaşı beklentileri değiştirmektedir.

**Rusya'nın cari işlemler fazlası yapılan ön tahminlere göre, 2021 yılının dördüncü çeyreğinde 41,8 milyar ABD dolarına yükselerek 1994 yılında mevcut kayıtların başlamasından bu yana kaydedilen en yüksek rakama işaret etmiştir.** Petrol, petrol ürünleri ve doğalgaz satışlarından destek bulan ihracat yüzde 57,2 oranındaki artışla 148,7 milyar ABD dolarına yükselmiştir. İthalat ise yüzde 22,4 oranında daha ılımlı bir artışla 85,3 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılı geneline bakıldığında ise Rusya, emtia fiyatlarındaki artış kaynaklı ticaret dengesi fazlasının iki katına çıkmasıyla birlikte 120,3 milyar ABD doları rekor cari işlemler fazlası vermiştir.

**Rusya'da sanayi üretimi, Aralık ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 6,1 oranında artmıştır.** Madencilik ve imalat sektörlerindeki güçlü ivme ile desteklenen endüstriyel faaliyetlerdeki büyüme art arda onuncu aya ulaşmıştır. Böylelikle, 2021 yılının tamamında, sanayi üretimi bir önceki yıla kıyasla yüzde 5,9 oranında büyümüştür. Ayrıca, Kasım ve Aralık aylarında IHS Markit Rusya İmalat PMI endeksi sırasıyla 51,7 ve 51,6 olarak gerçekleşerek 50 eşik değerinin üstünde kalmış ve sektör faaliyetlerinin üst üste üç ay aralıksız canlılığını sürdürdüğüne işaret etmiştir.

**Grafik 12: Rusya Sanayi Üretim Endeksi ve İşsizlik Oranı**



Kaynak: Bloomberg

**Rusya'nın tüketici fiyat enflasyonu, Aralık ayında yıllık yüzde 8,39 oranında altı yılın en yüksek seviyesine yakın gerçekleşmiştir.** Salgının ilk aşamasından itibaren hızlı bir ekonomik toparlanma kaydeden Rusya'da, küresel emtia fiyatlarındaki artış, devam eden tedarik sorunlarıyla birleşerek gıda fiyatlarında yukarı yönlü baskı oluşturmuştur. Bu unsurlar tüketici fiyatları endeksinde ivmelenmeye sebep olarak Rusya Merkez Bankası'nın yüzde 4 enflasyon hedefinin iki katından daha fazla bir seviyeye yükselmesine yol açmıştır. Banka, enflasyonla mücadele etmek için Aralık toplantısında, gösterge faiz oranını yüzde 8,5 seviyesine yükselterek 100 baz puanlık artışa gitmiştir.

## 4 İstikrar Görünümü

### 4.1 Risk Görünümü

**Küresel toparlanma açısından virüs varyantları kısmen yönetilebilir risk faktörüne dönüşmüştür.** 2021 yılının üçüncü çeyreğinde Kovid-19'un Delta varyantı ile ilgili endişeler azalırken, daha çok bulaşıcı ve daha az ölümcül bir varyant olan Omikron, küresel salgında yeni baskın tür olarak görülmüştür. Bu durum karşısında salgına yönelik alınan tedbirler ilk aşamada sıkılaştırılmış, ancak dünya genelinde aşuya olan erişimin önceki çeyreklere göre iyileşmesi ve yaygınlaşan hatırlatma dozları sayesinde Omikron varyantı sağlık sistemindeki hizmet sunumunun kötüleşmesine yol açmamıştır. Daha bulaşıcı olmasına rağmen söz konusu varyant yüksek yaş grubu hariç hastanede yoğun bakım ihtiyacına neden olmamıştır. Böylece küresel ekonomide salgına karşı alınan tedbirler daha ılımlı hale gelmiş ve hizmet sektöründeki toparlanma görece iyileşmiştir. Ancak Omikron varyantının da alt varyantları tespit edilmekte olup virüse bağlı riskler tamamen ortadan kalkmış bulunmamaktadır. Ayrıca Şubat 2022'de ortaya çıkan Rusya-Ukrayna savaşı, yaygın zorunlu göç hareketlerine neden olduğundan muhtemel yeni virüs varyantları için uygun bir ortama oluşabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle aşuya erişim artırılması ve tedaviye erişim hala önemini korumaktadır.

**Rusya-Ukrayna savaşı 2022'de risklerin tekrar yukarı yönlü olmasına neden olmaktadır.** Savaş daha ilk günlerinde hâlihazırda yüksek seyreden emtia fiyatlarını yukarı taşımıştır. Enerji, tahıl ve metal fiyatları keskin bir eğimle artmakta ve rekor seviyeleri sınamaktadır. Bu çerçevede, Brent petrol, doğal gaz, mısır, buğday, demir, çelik, alüminyum, kobalt, bakır, nikel, uranyum, çinko, kalay ve kurşun fiyatları hızla artmakta ve küresel arz sorununun şiddetlenmesine yol açabilecek riskleri barındırmaktadır. Söz konusu emtialar açısından Rusya ve Ukrayna'nın önemli üretici ve ihracatçı ülkeler olmaları, küresel görünümü belirgin ölçüde bozmaktadır. Benzer biçimde savaşın uzun bir süreye yayılması halinde turizm kanalıyla da birçok ekonominin olumsuz etkilenmesi muhtemeldir. 2022'de küresel ekonominin öngörülenden yüzde 1 puan daha az büyümesi öngörülmektedir. Ayrıca, küresel ekonomi için uluslararası çevrelerde, savaşın olası bir stagflasyon riskini yükselttiği daha sık ifade edilmeye başlanmıştır.

**Ekonomik yaptırımlar reel ve finansal akımlar açısından riskler taşımaktadır.** Rusya'nın Ukrayna'ya müdahalesi, başta ABD, İngiltere, AB üyesi ülkeler ile diğer gelişmiş ekonomiler tarafından sert ekonomik yaptırım kararlarının alınmasına yol açmıştır. Özellikle finansal varlıkların dondurulması, ticaret kısıtlamaları ve benzer tedbirler Rusya para biriminin keskin değer kaybına yol açmış ve küresel piyasalardaki risk iştahını azaltarak güvenli liman arayışını hızlandırmıştır. Bunun neticesinde kripto varlıklar dahil varlık fiyatları yukarı yönlü olmaya başlamıştır. Reel yaptırımlar küresel ticaret ve büyümede zayıflamaya yol açabilecek kapasitededir. Finansal yaptırımlar ise küresel finansal sistemin bulaşıcı risklerini uyarabilir. Rusya ile Batı bloğu arasındaki yaptırım gerilimleri hafiflediği sürece küresel sermaye hareketleri ve dış ticaret beklentilerden daha zayıf bir görünüm arz edebilecektir.

**Devam eden salgın, savaşın yansımaları ve artan enflasyon ortamı karşısında küresel ekonomide destekleyici ve genişlemeci politika kararlarında risklerin dengelenmesi daha fazla çaba gerektirmektedir.** Başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerin uyguladığı mali destekler bu ülkelerde toparlanmayı desteklemiştir. Böylece söz konusu ülke grupları ile gelişen piyasalar arasındaki ayrışma artmıştır. Aynı zamanda küresel enflasyon baskısı anlamlı ölçüde yükselmiştir. Bunun neticesinde giderek kalıcı hale gelen enflasyon nedeniyle destekleyici ve genişlemeci politikalardan tedrici olarak çıkılacağı beklentileri güçlenmiştir. Nitekim başta ABD olmak üzere destekleyici mali politikaların kapsamı ve sıklığı azalmıştır. Ancak Rusya-Ukrayna savaşı söz konusu

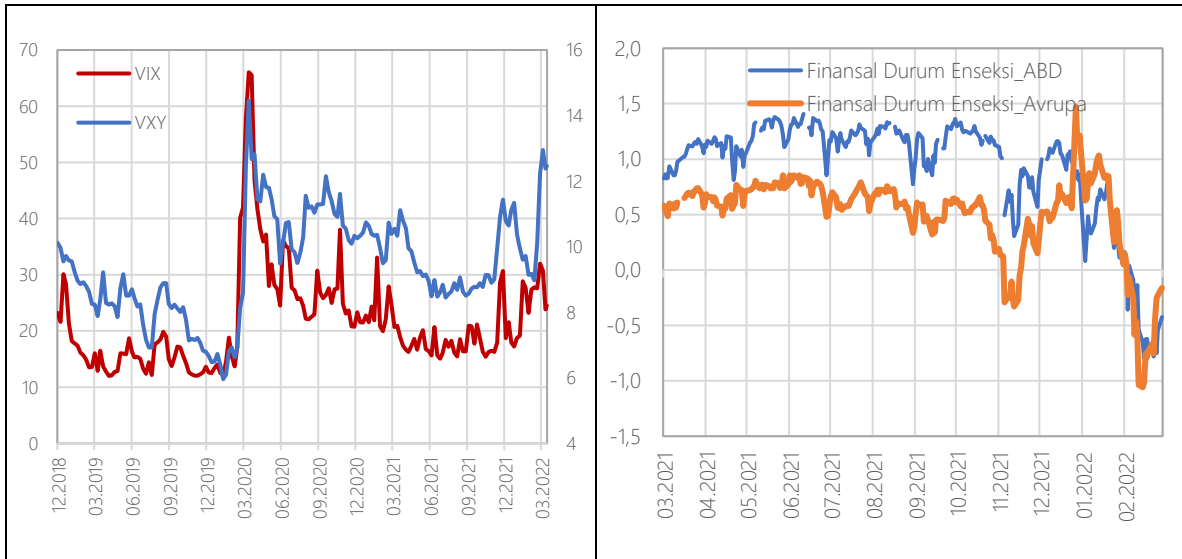


çıkış stratejilerinin gerekirse ötelenebileceğini düşündürmektedir. Bu ihtimal gelişmiş ekonomiler açısından mali yüklerin artması anlamına gelirken, mali alanı dar olan gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik zorlukları gündeme getirebilecektir.

**ABD Merkez Bankası'nın küresel finansal piyasalardaki etkisi sınırlı kalabilecektir.** Artan enflasyon riskleri karşısında ABD Merkez Bankası Fed'in varlık alımı azaltımı (*taper tantrum*) yapması ve 2022'de çok sayıda faiz artışı gerçekleştirmesi küresel finansal piyasalarda fiyatlanmıştı. Öte yandan Rusya-Ukrayna savaşı Fed'in manevra alanını kısmen de olsa daraltmış gözükmekte, ancak küresel enflasyon riski hala yerini korumaktadır. Nitekim savaş öncesi 50 baz puan faiz artışı fiyatlanmasına rağmen 16 Mart 2022'de Fed, 2018 Kasım ayından bu yana ilk kez faiz artışı kararı vermiş ve politika faizini savaş sonrasında oluşan beklentiler ölçüsünde 25 baz puan ile sınırlamıştır. Faizi yükseltme kararı alan Fed yılın geri kalanı için de 6 faiz artışı yönünde sinyal vermiştir. Fed, özellikle yakın vade için şahin bir patika yönlendirmesi yapmıştır. Bilanço daraltmasına da başlayacağını açıklayan Fed'in, 2022 sonu faiz öngörüsü yüzde 1,9 olurken, 2023 yılı için yüzde 2,8 olarak belirlenmiş durumdadır. ABD'nin çok sayıda faiz artışları ve bilanço küçültmesi zayıf rezervi veya yüksek borçlanması olan ekonomilere ilave riskler oluşturabilecektir.

**Diğer riskler arasında iklim değişikliği, politik ve bölgesel gelişmeler ön plana çıkmaktadır.** Rusya-Ukrayna savaşının uluslararası ilişkilerde batı ve doğu bloku ayrımını belirginleştirebileceği değerlendirilmektedir. Bu gelişme ile ABD-Çin eksenli ticaret gerilimlerine yeni bir boyut eklenmiştir. İngiltere ve AB arasında Kuzey İrlanda Protokolü çerçevesinde ortaya çıkan sorunlar, göç hareketleri, politik eğilimler Avrupa'da etkili olabilecek, Avrupa Merkez Bankasının desteği ile sağlanan düşük borçlanma maliyetlerinden kaynaklanan dayanışma giderek zayıflayabilecektir. Olumsuz iklim koşulları, uzun süredir yüksek seyreden gıda ve emtia fiyatları küresel ekonomik ve sosyal istikrar açısından risk oluşturmaktadır.

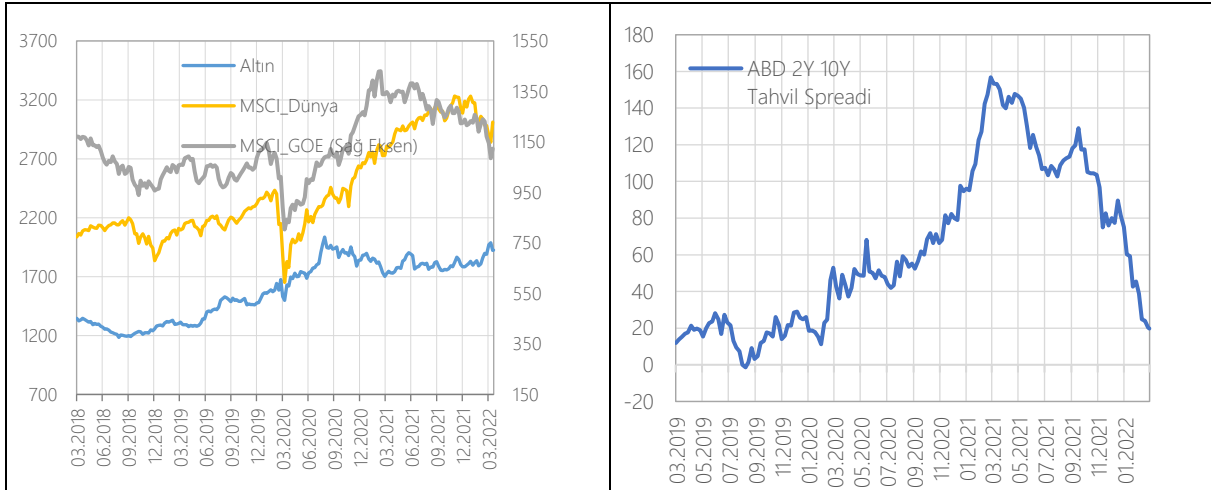
**Grafik 13: Risk (VIX ve VXYEM) ve Finansal Durum Endeksleri**



## 4.2 Sermaye Piyasaları

Küresel hisse senedi piyasaları, 2021 yılındaki genel olumlu seyrin ardından 2022 yılında güç kaybetmektedir. Küresel enflasyon riskindeki artışın getirdiği gelişmiş ekonomilerdeki parasal sıkılaşma ihtimali ilk aşamada gelişmekte olan ekonomilerin sermaye piyasalarına yönelik yatırımcı ilgisini azaltmıştır. Buna ilaveten, gelişmiş ekonomilerdeki parasal sıkılaşma olasılığının bu ülkelerdeki kısa vadeli tahvil getirilerini yükseltmesi ile gelişmiş ekonomilerdeki sermaye piyasalarında da değer kayıplarına yol açtığı görülmüştür. Bu gelişmelerin yanında yaşanan Rusya-Ukrayna savaşıyla artan belirsizlikler, sermaye piyasalarındaki düşüşü hızlandırmıştır.

Grafik 14: Borsa Bileşik Endeksleri ve ABD 2 Yıl-10 Yıl Tahvil Getiri Spreadi



Kaynak: Bloomberg

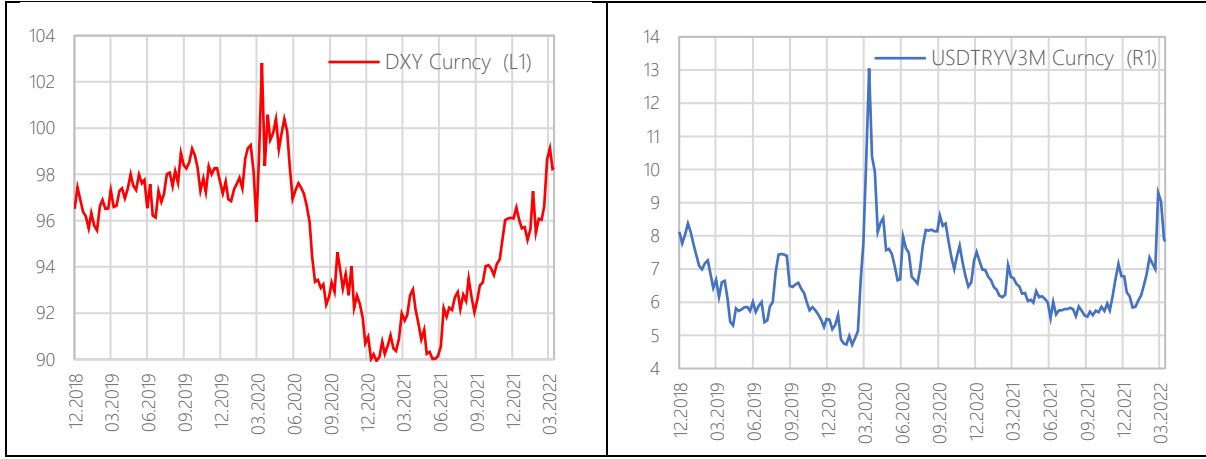
Sermaye piyasalarına bölgeler itibarıyla bakıldığında ise farklılaşmalar izlenmeye devam etmektedir. Ancak 2021 yılsonundan itibaren bakıldığında son iki yıldaki eğilimden farklı olarak gelişmekte olan ekonomiler bileşik endeksinin, küresel bileşik endeksten görece daha az değer kaybettiği görülmektedir.

## 4.3 Döviz Piyasası

2021 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yükseliş eğiliminde olan ABD doları, küresel ölçekteki döviz piyasalarında pozitif olarak ayrışarak 2021 yılını tamamlamıştır. Salgın sonrasında gerçekleşen ABD'de enflasyondaki artış, sanayi üretimindeki artış, işsizlik başvuru sayısının azalması, FED'in faiz oranını sabit bırakması gibi nedenlerle 2021 yılının dördüncü çeyreğinde ABD doları artmıştır.

Dolar endeksinin üç aylık ima edilen oynaklığı, ABD ekonomisindeki toparlanma ile birlikte, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yatay seyrederken, 2021 yılının dördüncü çeyreğinde artmıştır.

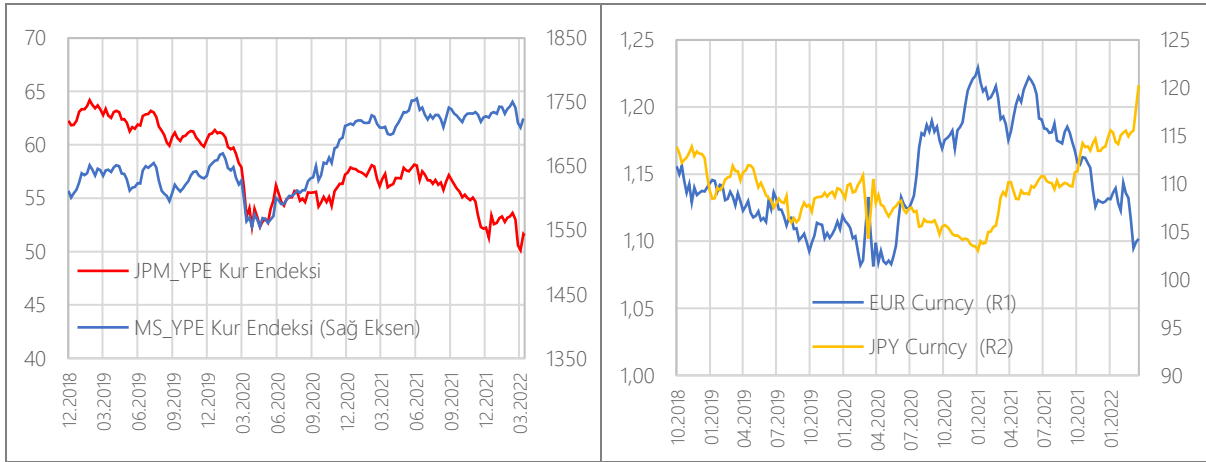
Grafik 15: Dolar Endeksi ve Oynaklık



Kaynak: Bloomberg

Gelişmekte olan ekonomilerin döviz kuru bileşik endekslerine bakıldığında ise özellikle ABD ve AB'deki uygulanan politikalar ile birlikte 2021 yılı boyunca yüksekliğini korumuştur. 2020 yılının ikinci çeyreğinden itibaren MSCI geliştirmekte olan piyasalar endeksi artarak devam ederken, JP Morgan yükselen piyasa ekonomileri ise azalarak 2021 yılını tamamlamıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinden itibaren Yükselen Piyasa Ekonomileri Kur Endeksinin yatay seyrettiği görülmektedir. Diğer taraftan 2021 yılının dördüncü çeyreğinde ABD doları ve Avro kurundaki dalgalanmalar neticesinde Avro/Dolar paritesi düşüş eğilimine girerken, Japon Yeni/Dolar paritesi artış eğilimine girmiştir.

Grafik 16: MSCI ve JPM YPE Kur Endeksleri ile Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi

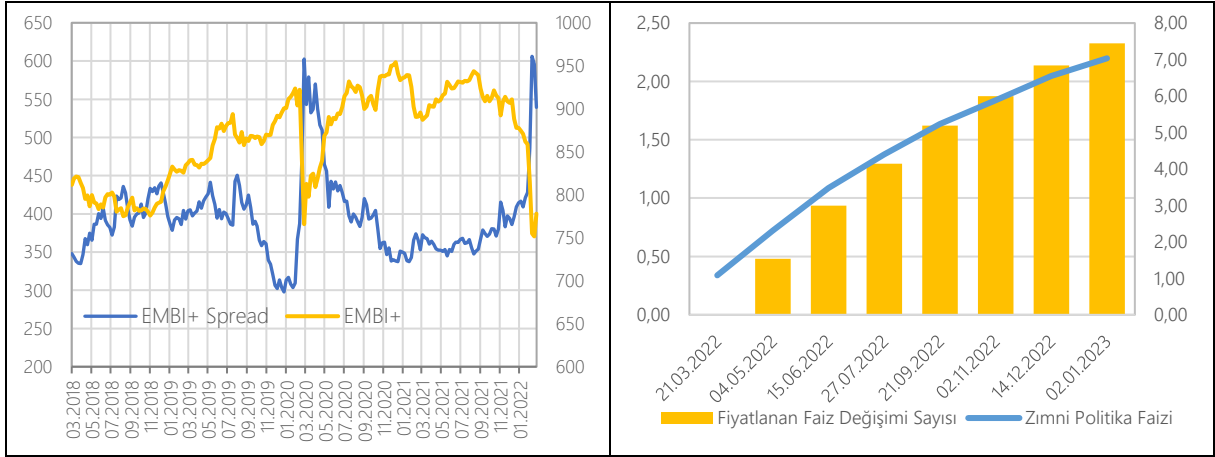


Kaynak: Bloomberg

#### 4.4 Ülke Riski ve Bono Getirileri

Küresel borç stokunun 300 trilyon doları aştığı tahmin edilmektedir. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde sınırlı bir gerileme yaşanmasının ardından küresel borç stoku yeniden artışa geçmiştir. Bu dönemde özellikle küresel ölçekte kamu kesim borçlanmasındaki artış dikkat çekmektedir. Gelişmiş ülkeler açısından Küresel borç/GSYH oranlarında ise görece yatay seyir izlenmektedir. 2021 yılsonu itibarıyla hanehalkı, firmalar, kamu kesimi ve finansal şirketler borç stoku gelişmiş piyasalar için 207,4 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. YPE'lerde ise borç stoku yılın üçüncü çeyreğinde 2,5 trilyon dolar artarak 95,7 trilyon dolar ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Kamu borçlanma gereksinimi yüksek kalmaya devam etse de, YPE brüt dış finansman ihtiyaçları pandemi öncesi seviyelere geri dönmüştür.

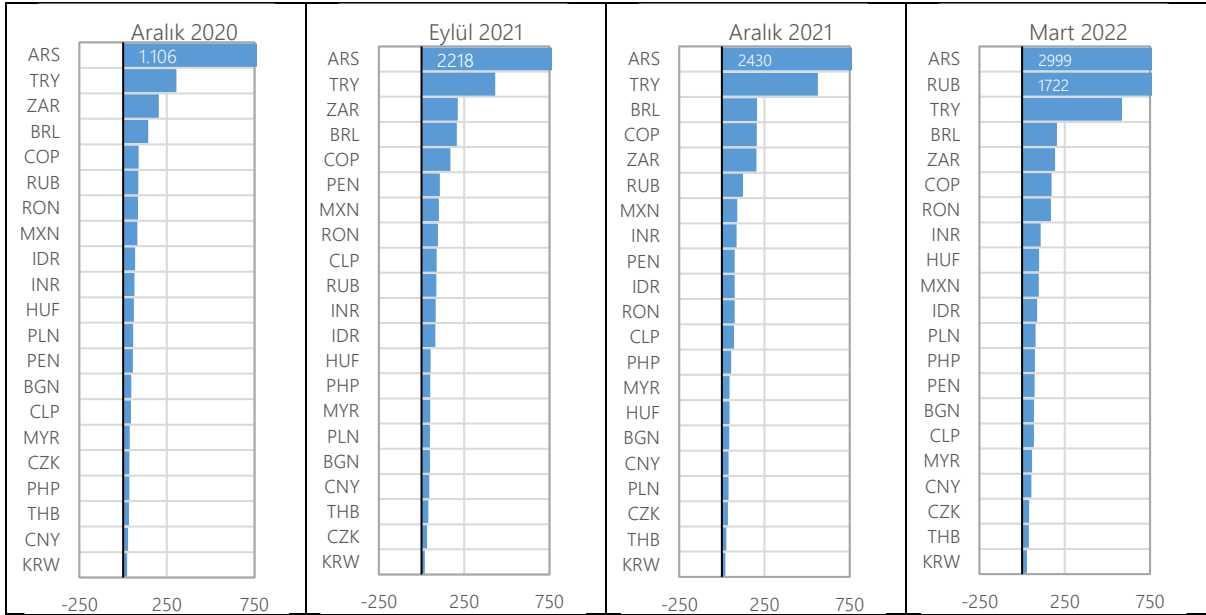
Grafik 17: YPE Bono Endeksleri, Spreadleri ve Küresel Bono Piyasa Hacmi (Trilyon USD)



Kaynak: Bloomberg, IIF

Gelişmekte olan ekonomilerin bono getirileri ise artan risklerle yeniden yükselişe geçmiştir. Küresel makroekonomik risklerin arttığı bir dönemde jeopolitik risklerdeki yükselme, YPE bono endeksi spreadlerinin hızla artmasına ve bono endekslerinin güç kaybetmesine neden olmuştur. Özellikle ABD Fed faiz artışına yönelik ihtimallerin güç kazanması, bu piyasa getirilerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Grafik 18: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri

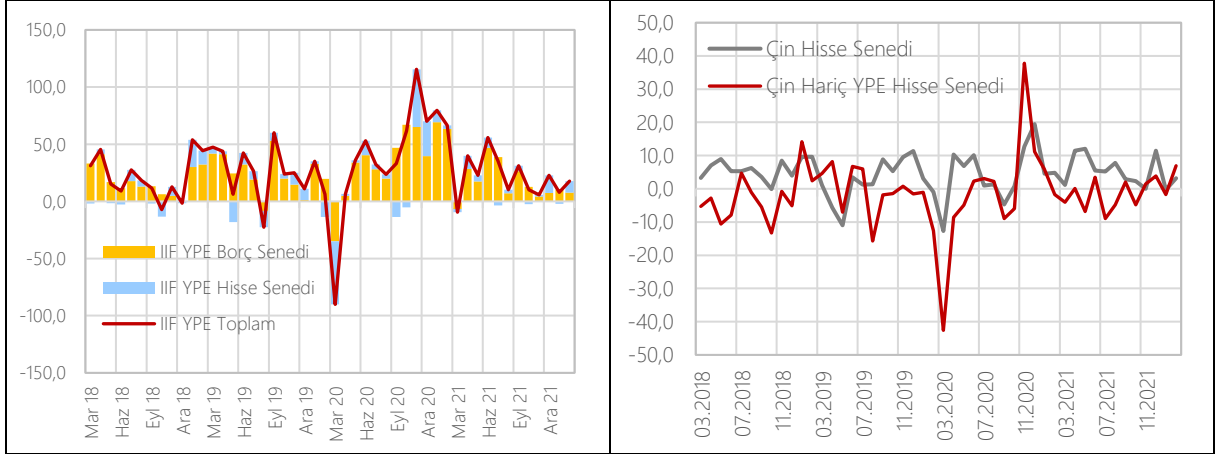


Kaynak: Bloomberg

Yükselen piyasa ekonomilerinin ülke CDS primlerinde de artışlar belirginleşmiştir. 2022 yılı Mart ayı itibarıyla birçok gelişmekte olan ekonominin CDS spreadleri artmıştır. Artışta genel ekonomik koşullardaki bozulmanın yanında özellikle Rusya – Ukrayna savaşı belirleyici olmuştur. Özellikle Rusya ve Ukrayna'daki CDS spreadleri artışları belirgindir. Ancak, bu dönemde Arjantin'in CDS spreadlerindeki yükselmenin devam ettiği görülmektedir. Türkiye 5 Yıllık CDS spreadleri ise bu artışlara sınırlı olarak eşlik etmiş ve Mart 2022 itibarıyla 580 baz puan düzeyinde gerçekleşmiştir.

Gelişmekte olan ekonomilere yönelik küresel sermaye akımları gücünü kaybetmektedir. 2021 yılının ilk çeyreğindeki olumlu seyrin ardından, salgının seyri ile güç kaybeden YPE'lere yönelik uluslararası sermaye akımları, yeniden güç kazanmamış ve sermaye akımlarında tedirgin bir görünüm izlenmiştir. Sermaye akımlarının öncelikle borçlanma araçları cinsinden olduğu görülmektedir. Ancak, IIF verilerine göre YPE'lere yönelik portföy akım verileri incelendiğinde 2021 yılının son ayları ile 2022 yılı ilk iki ayında sermaye piyasası araçlarına girişin sınırlı şekilde güç kazandığı görülmektedir.

Grafik 19: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları



Kaynak: IIF

## Kaynakça:

Avrupa Komisyonu  
Avrupa Merkez Bankası  
Bloomberg  
CPB  
Dünya Bankası, Global Economic Prospects  
Dünya Ticaret Örgütü  
Eurostat  
Focus-economics  
IMF, World Economic Outlook  
IMF, Global Financial Stability Report  
ILO  
IIF, Capital Flows to Emerging Markets Report  
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)