

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyetlerdeki zayıf görünüm, gelişmiş ülkelerdeki yavaşlamanın belirginleşmesiyle 2019 yılının son çeyreğinde devam etmiştir. Küresel ticarete ilişkin beklentilerdeki iyileşmeyle yılın ilk iki ayında gözlenen kısmi toparlanmaya rağmen, takip eden dönemde dünya genelinde hızlı bir şekilde yayılan koronavirüs salgını küresel büyüme görünümünü ciddi ölçüde zayıflatmıştır. Salgını sınırlamaya yönelik önlemler ilk etapta küresel ölçekte bir arz şokuna neden olurken, belirsizlikteki artış ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın da etkisiyle izleyen dönemde belirgin bir talep şoku da meydana gelmiştir. Salgın, öncelikli olarak ulaşım ve turizm sektörlerinde etkili olmuş, ancak sosyal yalıtım ve karantina gibi önlemlerin alınmaya başlamasıyla geniş bir sektörel yayılımla ekonomik aktivitede sert bir daralmaya yol açmıştır. Açıklanan PMI verileri bu daralmanın hem hizmetler hem de imalat sektörlerinde tarihi yüksek seviyelere ulaşabileceğine işaret etmektedir.

Manşet enflasyon oranları, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş ve sert şekilde daralan toplam talebin etkisiyle ülkeler genelinde düşmeye başlamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, uluslararası kuruluşlar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için büyüme ve enflasyon tahminlerini aşağı yönlü güncellemiştir (Kutu 2.1).

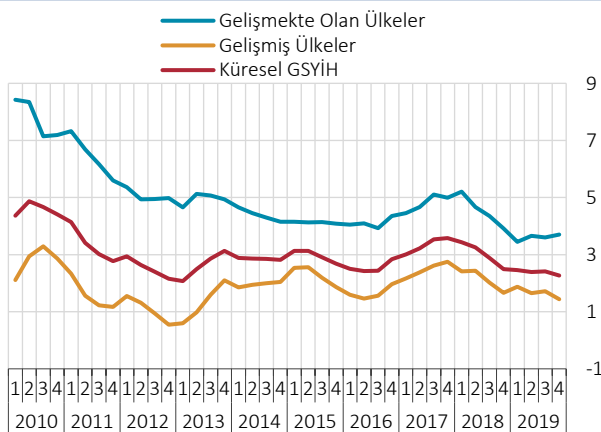
Salgına karşı alınan ekonomik tedbirler kapsamında gelişmiş ülke para politikalarında faiz indirimleri, ek likidite kanalları ve varlık alımları gibi genişleyici önlem paketleri açıklanırken, gelişmekte olan ülkelerde de faiz indirimleri hız kazanmıştır. Maliye politikası önlemleri olarak harcama, vergi ve kredi kanalları yoluyla etkilenen kesimlere destek olmaya ve salgın sonrası toparlanmaya uygun bir zemin hazırlamaya yönelik önlem paketleri açıklanmıştır (Kutu 2.2).

Artan risk algısına bağlı olarak hisse senedi piyasalarında küresel ölçekte yoğun satış görülürken, kur oynaklıklarında hızlı yükselişler ve gelişmekte olan ülkelere olan portföy akımlarında sert çıkışlar gözlenmiştir. Açıklanan para ve maliye politikası önlemleri sonrasında hem hisse senedi piyasalarında hem de kur oynaklıklarında bir miktar iyileşme görülmüştür. Bununla beraber, salgının ne kadar süreceği ve oluşturacağı ekonomik hasarın büyüklüğü ve kalıcılığı gibi konulara dair belirsizlik oldukça yüksektir.

2.1 Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyette süregelen yavaşlama eğilimi 2019 yılının son çeyreğinde de devam etmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrek değerinin altında gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.1). Anılan dönemde gelişmiş ülkelerin büyüme hızı belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. Bu dönemde her ne kadar gelişmekte olan ülkeler görece olarak daha olumlu bir büyüme görünümü sergileseler de, bu durum önemli ölçüde Doğu Avrupa bölgesindeki büyüme performansından kaynaklanmış, Asya ve Latin Amerika bölgelerinde büyüme oranı gerilemiştir (Grafik 2.1.2).

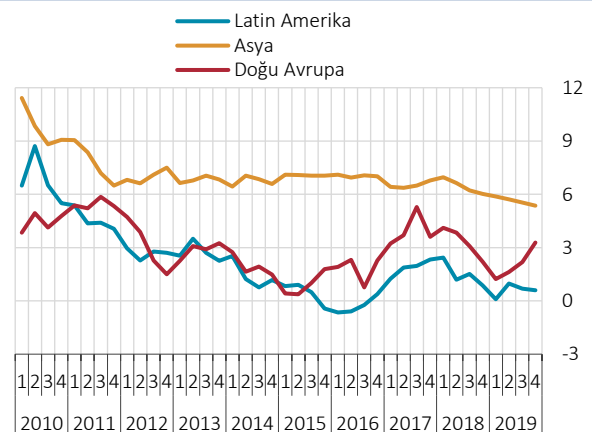
Grafik 2.1.1: Küresel Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Küresel endeksler oluşturulurken ülkeler, GSYİH'lerinin toplam üretim içerisindeki paylarına göre ağırlıklandırılmıştır.

Grafik 2.1.2: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları* (Yıllık % Değişim)

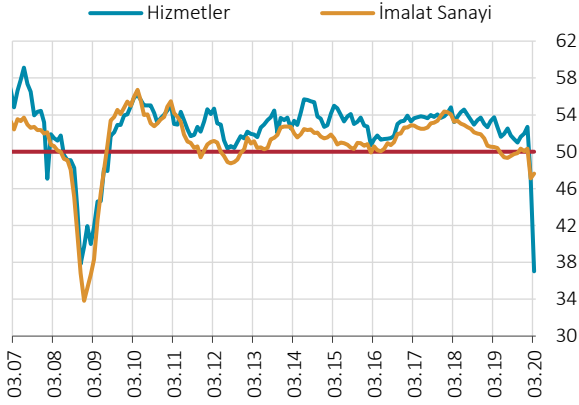


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin, bölgesel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.

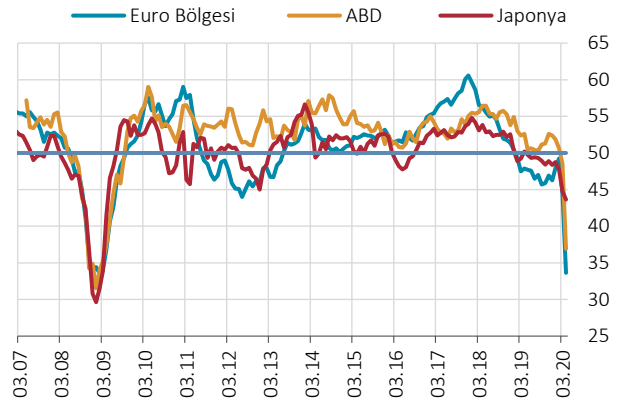
Salgının yayılım hızını yavaşlatmaya ve kontrol altına almaya yönelik sosyal yalıtım tedbirlerine bağlı olarak, dünya genelinde başta ulaştırma ve turizm sektörleri olmak üzere birçok sektörde iktisadi faaliyet durma noktasına gelmiş veya büyük ölçüde yavaşlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda, küresel PMI verileri Şubat ayından itibaren hızla gerilemiştir. Sosyal yalıtım tedbirlerinin özellikle hizmetler sektörünü çok olumsuz etkilediği görülmektedir. Mart ayı itibarıyla küresel hizmetler PMI verisi tarihsel olarak en düşük seviyesine gerilemiştir. Buna karşın imalat sanayi PMI verilerindeki gerileme daha düşük seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.3).

Grafik 2.1.3: Küresel PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

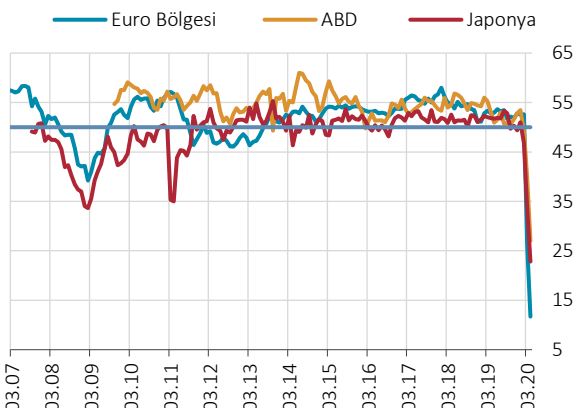
Grafik 2.1.4: ABD, Euro Bölgesi ve Japonya İmalat Sanayi PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

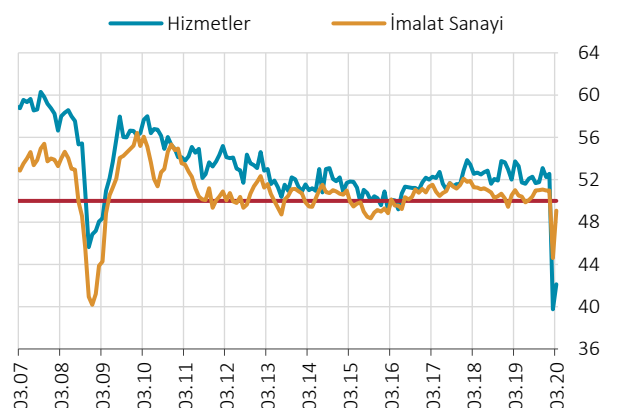
Salgının en çok yayılım gösterdiği gelişmiş ülkelerde imalat sanayi ve hizmetler sektörü PMI göstergeleri Şubat ve Mart aylarında hızla bozulmuştur. Özellikle hizmetler PMI verilerinin, Euro Bölgesi'nde daha belirgin olmak üzere, Mart ayında tarihi en düşük seviyelerine geldiği görülmektedir. Bu durum gelişmiş ülkelerin büyümelerinde süregelen yavaşlamanın yılın ilk çeyreğinde daralmaya döneceğini göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin PMI verilerindeki hızlı bozulma eğilimi Nisan ayında da devam etmiş, hizmetler PMI verileri tarihi en düşük seviyelerine gerilerken imalat sanayi PMI verileri 2009 küresel finansal kriz dönemindeki seviyelerine çok yaklaşmıştır (Grafik 2.1.4 ve 2.1.5).

Grafik 2.1.5: ABD, Euro Bölgesi ve Japonya Hizmetler PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI (Mevsimsellikten Arındırılmış, Seviye)



Kaynak: IHS Markit.

Gelişmekte olan ülkelere ilişkin PMI göstergeleri, yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir şekilde gerilemiştir (Grafik 2.1.6). Gelişmekte olan ülkeler PMI verileri Mart ayında bir toparlanma sergilese de, bu durum önemli ölçüde salgının Çin'de kontrol altına alınmış olması nedeniyle PMI verilerindeki düzelden kaynaklanmış, diğer ülkelerin PMI verilerindeki bozulma Mart ayında devam etmiştir.

Özellikle yılın ikinci çeyreğinde dünya ekonomilerinde daha önce görülmemiş büyüklükte bir daralma beklenmektedir. Salgının henüz kontrol altına alınamamış olması küresel iktisadi faaliyet görünümündeki zayıf seyrin bir müddet daha devam edeceğine işaret etmektedir. Bu görünüm altında uluslararası iktisadi kuruluşlar büyüme tahminlerini bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüksek oranda aşağı yönlü güncellemiştir (Tablo 2.1.1).

Tablo 2.1.1: 2020 ve 2021 Yılları Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	2020		2021			
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin		
IMF*						
Dünya	3,3	-3,0	3,4	5,8		
Gelişmiş Ülkeler	1,6	-6,1	1,6	4,5		
ABD	2,0	-5,9	1,7	4,7		
Euro Bölgesi	1,3	-7,5	1,4	4,7		
Gelişmekte Olan Ülkeler	4,8	-1,0	4,8	6,6		
Consensus Forecasts**						
Dünya	2,5	-2,1	2,6	4,4		
ABD	1,9	-4,0	1,9	3,9		
Euro Bölgesi	1,0	-5,7	1,2	5,4		
Japonya	0,4	-3,3	0,8	2,1		
Asya Pasifik	5,0	1,4	5,1	6,7		
Latin Amerika	1,5	-4,2	2,3	3		
Doğu Avrupa	2,6	-3,4	2,7	3,9		
Dünya Ticaret Örgütü***		Kötümser	İyimser		Kötümser	İyimser
Küresel Ticaret Hacmi	2,7	-31,9	-12,9	-	24,0	21,3
GSYİH	2,5	-8,8	-2,5	-	5,9	7,4

Kaynak: Consensus Forecasts, IMF, WTO.

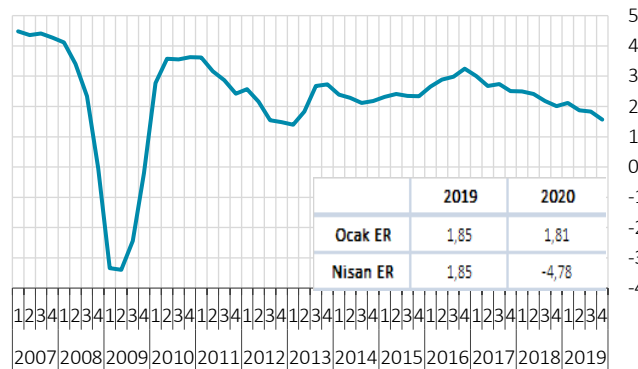
* Önceki tahminler IMF'nin Ocak, yeni tahminler ise Nisan Dünya Ekonomik Görünümü raporlarından alınmıştır.

** Önceki tahminler Ocak, yeni tahminler ise Nisan bültenlerinden alınmıştır.

*** Önceki tahminler 2019 yılı Ekim, yeni tahminler ise 2020 yılı Nisan Dünya Ticaret raporlarından alınmıştır.

Bu çerçevede, Nisan ayı büyüme tahminleri ile güncellenen Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2020 yılı için tahmin edilen büyüme hızı, Ocak Enflasyon Raporu dönemine göre, 6,6 puan gerileyerek yüzde -4,8 olmuştur. Türkiye'nin en büyük ticaret ortaklarından biri olan Euro Bölgesi'nde ekonomik daralmanın daha keskin olacağı beklenmesi nedeniyle dış talebin küresel büyümedeki daralmadan çok daha olumsuz etkileneceği öngörülmektedir (Grafik 2.1.7). Ayrıca, önemli dış ticaret ortaklarımızdan Orta Doğu ve Afrika bölgesinde de kayda değer bir daralma bekleniyor olması, küresel finans krizi dönemine kıyasla dış talebin daha derin bir düşüş sergileyeceğine işaret etmektedir (Kutu 2.1).

Grafik 2.1.7: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)

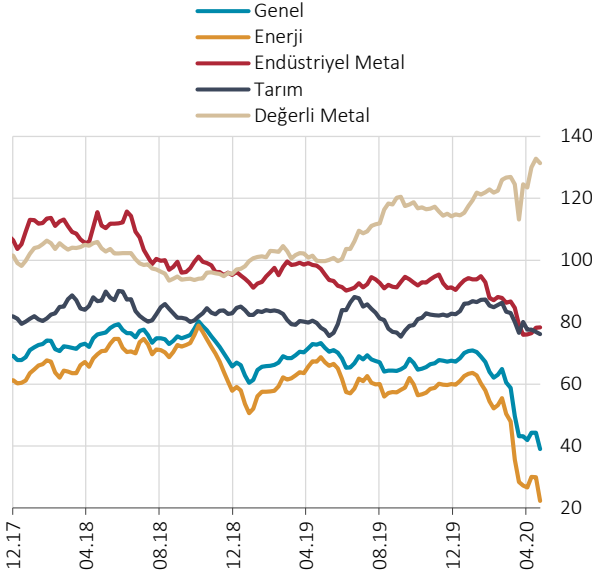


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

2.2 Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

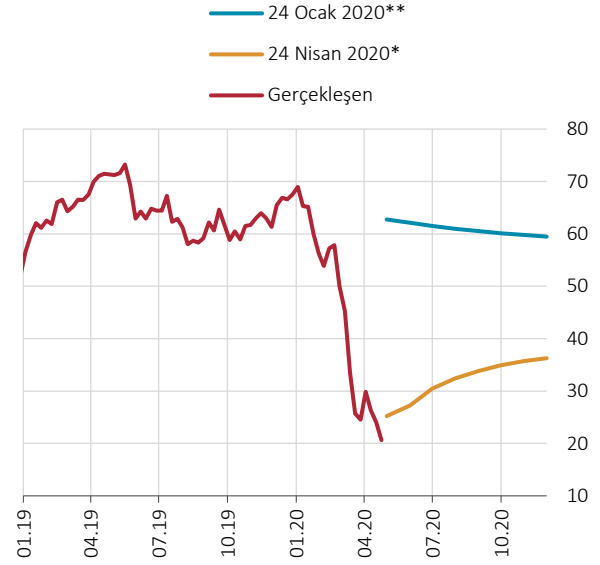
2019 yılının ikinci yarısından itibaren yatay bir eğilim sergileyen emtia fiyatları, Şubat ayının sonunda salgının küresel nitelik kazanmasıyla birlikte önemli oranda gerilemiştir. Bu dönemde, enerji fiyatları yüzde 42 oranında azalırken, değerli metal fiyatları yüzde 3 oranında artmıştır (Grafik 2.2.1).

Grafik 2.2.1: S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri (Ocak 2014=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.2: Ham Petrol (Brent) Fiyatları (ABD Doları/Varil)



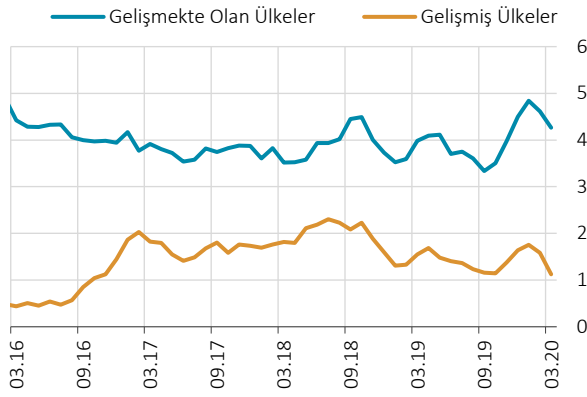
Kaynak: Bloomberg.

*24 Nisan 2020 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

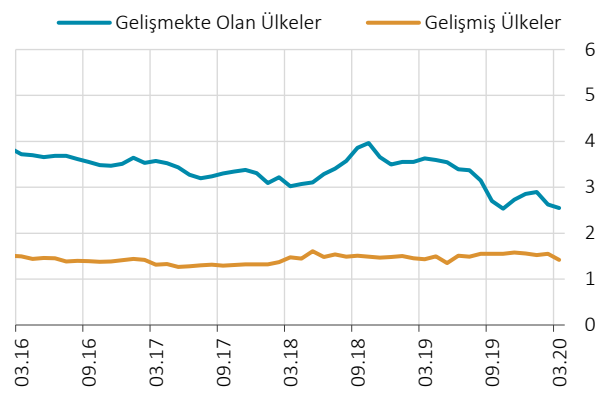
**24 Ocak 2020 tarihine kadar olan 14 gündeki vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.

Söz konusu dönemde, küresel talepteki daralmaya bağlı olarak endüstriyel metal, tarım ve enerji fiyatları büyük ölçüde gerilemiştir. Buna karşın, belirsizliğin oldukça yüksek seviyelere erişmesi neticesinde değerli metal fiyatlarının arttığı izlenmiştir. Öngörüler, salgının uzun süreceği ve buna paralel olarak küresel talebi kısıtlayıcı etkisinin de devam edeceğine dair riskleri öne çıkarmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde de endüstriyel metal, tarım ve enerji fiyatları üzerindeki aşağı yönlü risklerin canlı kalacağı değerlendirilmektedir. Küresel belirsizliklerin yüksek seyredeceğine dair öngörüler ise değerli metal fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel boyutta birçok sektörde iktisadi faaliyetin durma noktasına gelmesi, ham petrol talebini büyük ölçüde azaltmıştır. Fiyatların düşük seviyesinin devam etmesi durumunda, ABD kaya petrolü üreticilerinin önemli ölçüde üretimden çekileceği ve özellikle ham petrol ihracatçısı Arap ülkelerinin bütçe dengelerindeki bozulma dolayısıyla düşük petrol fiyatlarına uzun süre mukavemet gösteremeyeceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, küresel ham petrol stokları hâlihazırda oldukça yüksek seviyededir. Ayrıca, petrol piyasasına dair değerlendirmelerde OPEC+'in üretimi kısma kararının talepteki gerilemeyi yakalayabilecek hızda bir arz düşüşü yaratamayacağı ifade edilmektedir. Dolayısıyla, ham petrol fiyatları üzerinde talep kanalına bağlı aşağı yönlü riskler öne çıkmaktadır. Brent tipi ham petrol vadeli sözleşmeleri, fiyatların bulunduğu düşük seviyelerden kademeli şekilde yükseleceğini ima etmektedir (Grafik 2.2.2).

Grafik 2.2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)

Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Küresel büyüme görünümündeki zayıflama ve ham petrol fiyatlarındaki düşüşe rağmen manşet enflasyon oranları bir önceki çeyreğe göre yükselmiştir (Grafik 2.2.3). Aynı dönemde, çeyreklik ortalamalar itibarıyla, çekirdek enflasyon oranı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.4). 2020 yılına ilişkin manşet enflasyon beklentileri ise birçok gelişmiş ülke için önceki Rapor dönemine göre azalmıştır (Tablo 2.2.1).

Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerde daralan işgücü piyasalarının salgın sonrası dönemdeki toparlanma hızının ve buna bağlı olarak ücret artışlarının çekirdek enflasyon üzerinde etkili olmaya devam etmesi beklenmektedir. Ancak gelişmiş ülkelerde işgücü piyasası gelişmelerinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisinin zayıflamış olduğu saptaması, hastalık sonrası ekonomik toparlanma görülsün bile bunun çekirdek enflasyonda yüksek artışlara neden olmayacağı görüşüne ağırlık kazandırmaktadır. Diğer taraftan salgın hastalık sonrası dönemde OPEC+ üye ülkelerinin petrol arzı kesintisine devam etmesi durumunda, petrol fiyatlarında oluşmuş düşük bazın da katkısıyla küresel manşet enflasyonun hızlanabileceği düşünülmektedir. Bazı gelişmekte olan ülkelerde ise salgınla mücadele sürecindeki kur değer kayıplarının sürmesi, çekirdek enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Tablo 2.2.1: 2020 ve 2021 Yılları Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama % Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2020	2021	2020	2021
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,1	2,1	0,8	1,8
Euro Bölgesi	1,3	1,4	0,4	1,3
Almanya	1,5	1,5	0,7	1,4
Fransa	1,2	1,3	0,4	1,3
İtalya	0,8	1,1	-0,2	0,6
İspanya	1,0	1,4	-0,4	1,3
Yunanistan*	0,7	1,1	-0,4	0,6
İngiltere	1,7	1,9	1,0	1,6
Japonya	0,6	0,6	-0,1	0,2
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	2,8	2,3	2,8	2,2
Çin	3,1	2,2	3,3	2,1
Hindistan**	4,0	4,3	4,0	4,3
Latin Amerika (Venezuela hariç)	8,6	7,5	8,2	7,8
Brezilya*	3,8	3,8	2,7	3,5
Doğu Avrupa	5,0	4,7	5,4	4,7
Rusya*	3,7	3,9	4,8	3,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

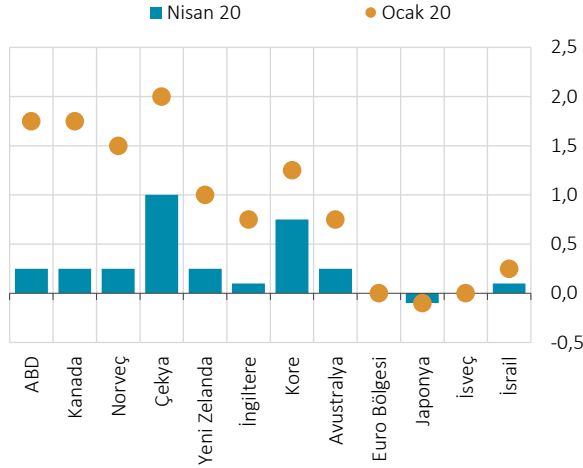
* Yıllık yüzde değişim.

** Hesaplamalar mali yıl içindir.

2.3 Küresel Para Politikası Gelişmeleri

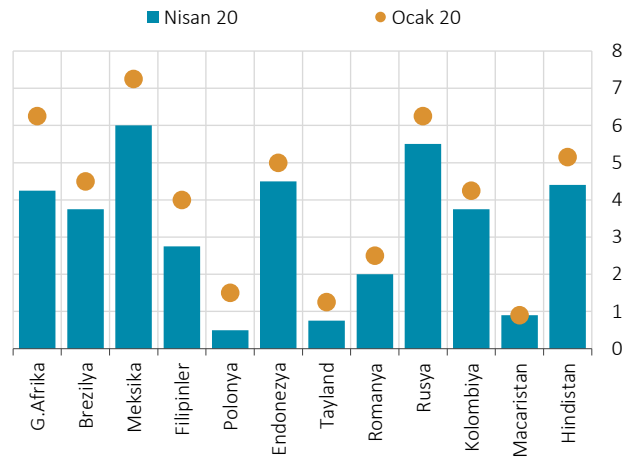
Salgının küresel finans piyasalarına ve iktisadi faaliyete etkisi para politikasında da küresel anlamda daha önce görülmemiş bir gevşemeye neden olmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankaları hâlihazırda dar olan politika alanlarını hızlı ve tereddütsüz bir şekilde kullanmış, politika faizleri sıfır alt sınırına hızlı bir şekilde yakınsamıştır (Grafik 2.3.1). Gelişmekte olan ülkelerde de yüksek oranlarda faiz indirimleri gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.2).

Grafik 2.3.1: Gelişmiş Ülkelerin Politika Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg.

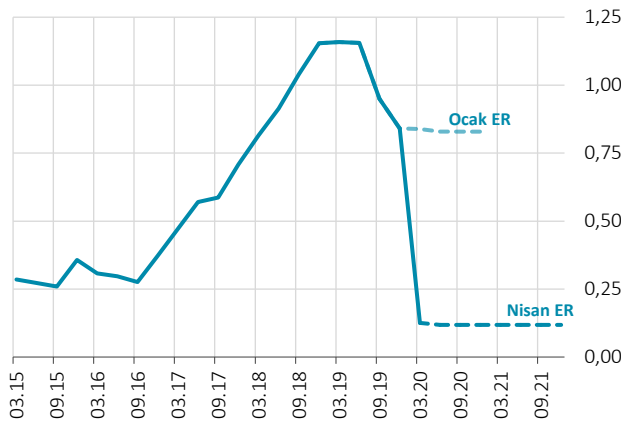
Grafik 2.3.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg.

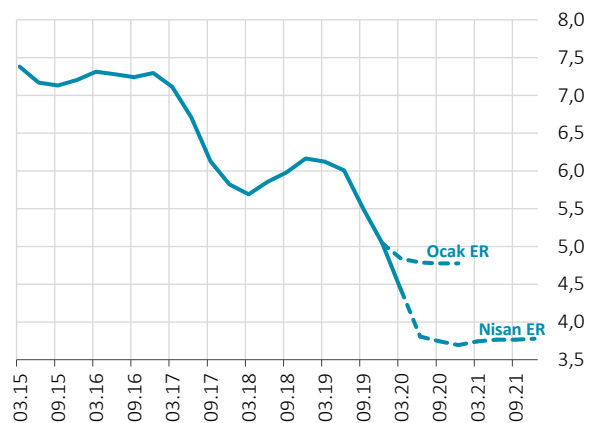
Gözlenen gevşeme eğilimi 2008 finansal krizi sonrasındaki eğilimi andırırsa da hız ve alınan tedbirlerin çeşitliliği açısından 2008 dönemini dahi geride bırakmıştır. Ortalama politika faizi gelişmiş ülkelerde kriz sonrası dip noktasına ulaştığı 2015 yılı üçüncü çeyreğinin de altına gerilemiştir (Grafik 2.3.3). Gelişmekte olan ülkelerde de tarihsel olarak düşük faiz oranları kaydedilmiştir (Grafik 2.3.4).

Grafik 2.3.3: Gelişmiş Ülkeler Ortalama Politika Faizi ve Beklentiler (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.3.4: Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama Politika Faizi ve Beklentiler (%)



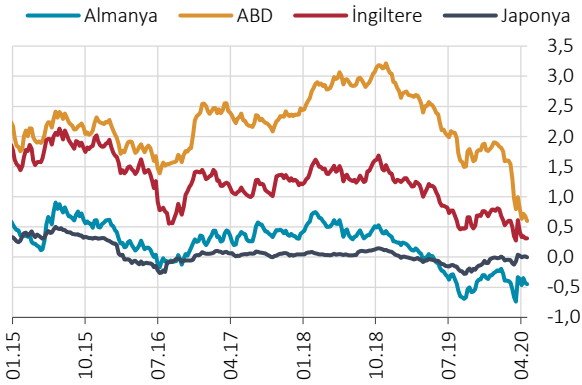
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Finansal kriz sonrası dönemde özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının araç setlerini geleneksel olmayan para politikası araçları ile genişletmiş olmaları, salgının hızlanması sonrası merkez bankası müdahalesinin de zamanlı ve güçlü olmasına yardım etmiştir. Ekonomilerin sağlık önlemleri nedeniyle durma noktasına gelmesi sonucu tahvil alımları, kredi destekleri gibi birçok farklı araç hızlı bir şekilde uygulamaya konulmuştur (Kutu 2.2). Ortaya çıkan riskin büyüklüğü merkez bankalarının özellikle likidite sıkıntısını önlemek amacıyla parasal genişlemeye gitmelerine neden olmuştur. Finansal istikrarı korumak adına büyümeyi destekleyici politikalarda temkinli durduğu gözlenen birçok merkez bankasının da salgın riski sonrasında finansal koşulların gevşetilmesi için genişletici para politikası uyguladıkları görülmüştür.

2.4 Küresel Risk Göstergeleri ve Portföy Akımları

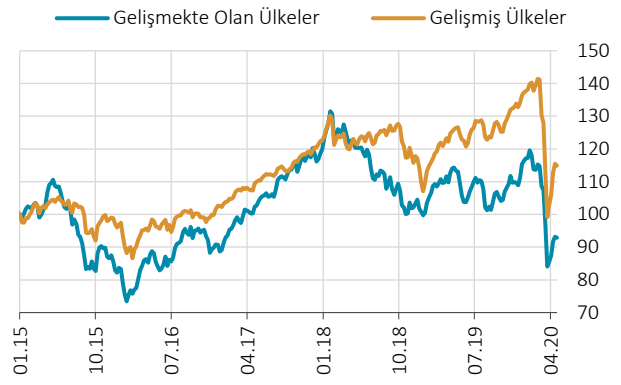
Gelişmiş ülke para politikalarında salgının etkilerine karşı alınan genişleyici önlemler, başta ABD olmak üzere bu ülkelerin uzun vadeli tahvil getirilerinin düşmesine neden olmuştur (Grafik 2.4.1). Salgının küresel iktisadi faaliyette kalıcı etkiler bırakacağı beklentisi para politikalarının gevşek kalmaya devam edeceği, dolayısıyla da tahvil getirilerinin düşük kalacağı beklentilerini güçlü tutmaktadır.

Grafik 2.4.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.2: MSCI Endeksleri (Ocak 2015=100)



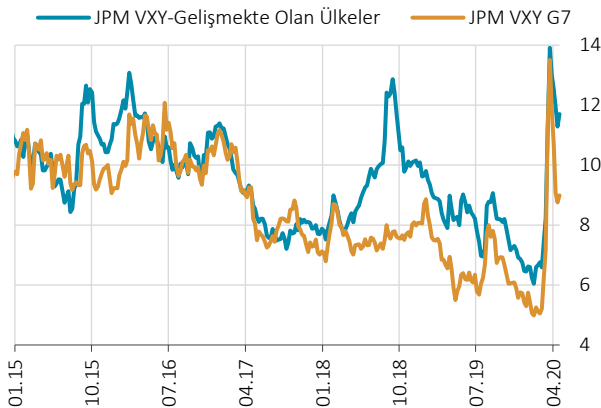
Kaynak: Bloomberg.

Salgın nedeniyle hızla yükselen risk algısı ve düşen kârlılık beklentileri nedeniyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senetlerinde eş anlı değer kayıpları gözlenmiştir. Buna karşın, son dönemde açıklanan para ve maliye politikası önlemlerini takiben bir miktar toparlanma görülmektedir (Grafik 2.4.2). Benzer şekilde, risk algısındaki artışla sert yükselen döviz kuru oynaklıklarında son dönemde önlem paketlerinin etkisiyle bir miktar düşüş izlenmektedir (Grafik 2.4.3).

Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarında bir önceki yılın son çeyreğindeki toparlanma eğilimi 2020 yılı başında da sürerken, 21 Ocak'ta salgının küresel bir nitelik kazanmasını takiben yüksek miktarda çıkışlar gerçekleşmiştir. Nisan ayının ilk haftası itibarıyla gelişmekte olan ülkeler portföy piyasalarından çıkışlar 66,6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu dönemde, gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi piyasalarından çıkışlar, hisse senedi piyasalarından çıkışların üç misline ulaşmıştır (Grafik 2.4.4). Mart ayında, küresel finansal kriz dönemi de dahil olmak üzere, gelişmekte olan ülkeler portföy piyasalarından şimdiye kadarki en yüksek miktarda çıkış gerçekleşmiştir.

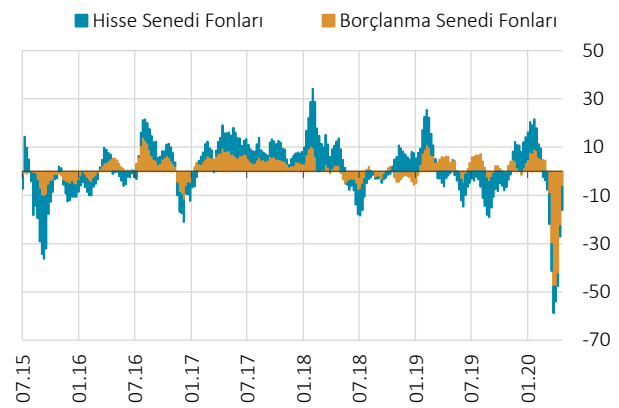
Portföy çıkışları tüm bölgelerde gözlenmiştir. En yüksek çıkış, Çin başta olmak üzere Asya ülkelerinde olurken, Latin Amerika borçlanma senedi piyasalarından da kayda değer çıkışlar yaşanmıştır. Nisan ayının ilk yarısında da hızı yavaşlamakla birlikte tüm bölgelerden çıkışların sürdüğü izlenmektedir (Tablo 2.4.1). Söz konusu yavaşlamada, gelişmiş ülke merkez bankalarının arka arkaya aldığı önlemlerin etkili olduğu düşünülmektedir.

Grafik 2.4.3: JP Morgan Döviz Kuru Oynaklık Endeksleri (Haftalık)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)



Kaynak: EPFR.

Gelişmekte olan ülke portföy piyasalarına akımların 2020 yılının ikinci yarısında bir miktar toparlanması beklenmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki döneme ilişkin yüksek belirsizlik, dış finansman zorluğu ve politika alanının oldukça dar olması dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının bir önceki yılın aynı dönemindeki seviyelerine erişmesinin oldukça zor olduğu değerlendirilmektedir.

Tablo 2.4.1: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Fon Akımlarının Kompozisyonu (Üç Aylık, Milyar ABD Doları)

		Toplam	Portföy Dağılımı		Bölgesel Dağılım			
			Borçlanma Senedi	Hisse Senedi	Asya	Avrupa	Latin Amerika	Orta Doğu ve Afrika
2017	Ç1	32,7	19,9	12,8	8,2	7,7	12,4	4,3
	Ç2	52,6	24,4	28,2	25,2	7,6	14,5	5,4
	Ç3	37,1	17,3	19,8	19,4	4,9	9,2	3,5
	Ç4	29,5	11,8	17,6	14,8	3,7	8,3	2,7
2018	Ç1	57,9	12,0	46,0	34,1	6,5	12,0	5,3
	Ç2	-10,4	-10,4	0,0	-0,7	-4,3	-3,3	-2,1
	Ç3	-9,9	-3,6	-6,3	-4,6	-1,4	-3,2	-0,7
	Ç4	4,5	-14,0	18,5	14,1	-4,5	-3,1	-2,0
2019	Ç1	29,8	20,2	9,6	9,7	4,2	10,3	5,5
	Ç2	-6,7	7,9	-14,6	-8,1	-1,2	-0,9	3,5
	Ç3	-19,4	9,2	-28,6	-19,2	-0,7	0,8	-0,2
	Ç4	24,7	8,7	16,0	16,8	2,1	4,8	1,1
2020	Ç1	-36,1	-34,8	-1,3	-12,0	-8,5	-9,5	-6,1

Kaynak: EPFR.

Kutu 2.1

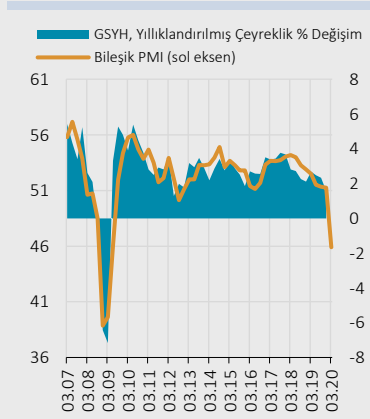
Küresel Ekonomiye İlişkin Beklentiler ve Dış Talep Görünümü

Salgının tüm dünyaya yayılmaya başladığı Şubat ayının ortalarından itibaren hastalığın görüldüğü ülkelerde alınan önlemler çerçevesinde geçici olarak iş yerleri ve fabrikalar kısmen veya tamamen kapatılmış, eğitime ara verilmiş, yurt içi ve yurt dışı seyahatler kısıtlanmış, evden çalışma ve karantina uygulamaları getirilmiştir. Salgın hastalığı durdurmak amacıyla kısaca sosyal yalıtım olarak tanımlanabilecek tedbirlerin doğal sonucu, küresel ekonominin özellikle Mart ayından itibaren büyük ölçekli bir arz şoku yaşaması ve buna bağlı olarak talebin hızla daralması olmuştur.

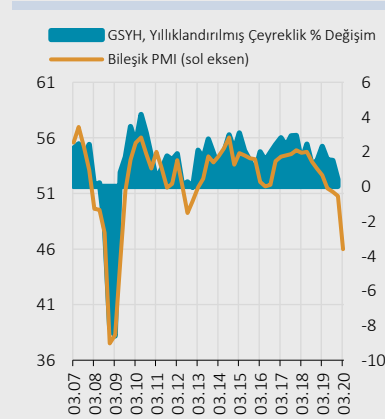
Salgının neden olduğu arz ve talep şokunun ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisi, ilk olarak PMI verileri üzerinde görülmüş ve başta gelişmiş ülkeler olmak üzere PMI verileri hızla gerilemiştir. 2007-2009 yılları arasında yaşanan Küresel Finansal Krizin (KFK) zirve yaptığı ve 2. Dünya Savaşı sonrası dönemde küresel ekonominin ilk defa daraldığı 2009 yılı ile kıyaslandığında, Mart ayına ilişkin imalat sanayi PMI verileri, belirgin gerilemeye rağmen, KFK dönemi seviyesinin üzerinde seyretmiştir. Ancak, salgına karşı alınan sosyal yalıtım önlemlerinin en fazla olumsuz etkilediği hizmetler sektöründe PMI göstergeleri tarihsel olarak en düşük seviyesine gerilemiştir.

Grafik 1'de görüldüğü üzere, ekonominin iki ana sektörü olan imalat sanayi ve hizmetlere ait PMI verilerinin toplamından oluşan bileşik PMI göstergeleri ile çeyreklik GSYİH büyüme oranları arasında çok yakın bir ilişki vardır. Yılın ilk çeyreğine ilişkin bileşik PMI verisi, küresel ekonominin anılan dönemde, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olarak daralacağına işaret etmektedir.¹

Grafik 1.a: Küresel PMI ve Büyüme



Grafik 1.b: Gelişmiş Ülkeler PMI ve Büyüme



Grafik 1.c: Gelişmekte Olan Ülkeler PMI ve Büyüme



Kaynak: Bloomberg, Markit.

Not: Büyüme verileri, mevsimsellikten arındırılmış GSYİH verilerinin bir önceki çeyreğe göre büyüme oranlarının yıllıklandırılması ile elde edilmiştir. Bileşik PMI göstergeleri, imalat sanayi ve hizmetlere ait mevsimsellikten arındırılmış PMI verilerinin toplamından oluşmaktadır.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde, 2020 yılında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin eş anlı olarak daralacağı ve küresel iktisadi faaliyetin KFK dönemine kıyasla çok daha sert bir şekilde gerileyeceği tahmin edilmektedir. Nitekim birçok uluslararası iktisadi kuruluş, salgının küresel hale gelmesiyle birlikte 2020 yılı büyüme tahminlerini ciddi ölçüde aşağıya çekmiştir (Tablo 2.1.1).

OECD de küresel iktisadi aktiviteye etkisinin kesin büyüklüğünün ölçülebilmesinin zor olduğunu savunmakla birlikte karantina tedbirleri çerçevesinde gerçekleşen iş yeri kapatmalarının ilk etapta

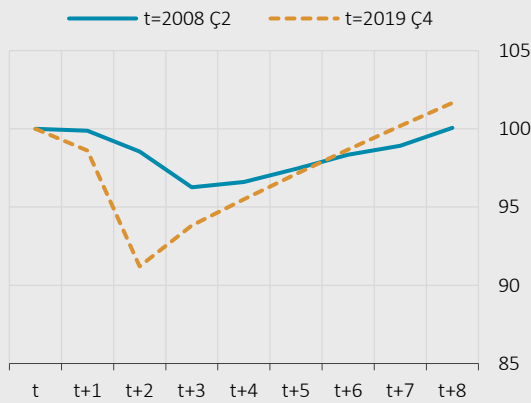
¹ 2007-2009 KFK genel olarak gelişmiş ülkelerde ekonomik daralmaya neden olmuş, görece olarak gelişmekte olan ülkeler daha olumlu bir büyüme görünümü sergilemiş, sadece KFK'nin zirve yaptığı 2008 yılı son çeyreği ile 2009 yılı ilk çeyreğinde ekonomik büyüme gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde eş anlı olarak gerilemiştir.

üretimde yüzde 20-25 arasında, tüketici harcamalarında ise yüzde 30 civarında gerilemeye sebep olacağını, yıllık GSYİH'ye yansımalarının ise bu önlemlerin uygulanma süresine bağlı olacağını ifade etmiştir.² Bu tahminler gerek küresel ekonominin gerekse küresel mal ticaretinin 2020 yılında KFK dönemine kıyasla çok daha fazla daralacağını göstermektedir.

Bununla birlikte uzman görüşleri ve salgını erken yaşayan Çin deneyimine göre, salgının yılın üçüncü çeyreğinde kontrol altına alınabileceği, ayrıca hastalığa karşı daha etkili tedavi yöntemlerinin Ekim ayından itibaren uygulamaya girebileceği beklenmektedir. Bu nedenle, küresel ekonominin yılın ikinci yarısında aşamalı olarak normale döneceği ve ilk üç çeyrekteki daralmanın ardından, büyüme oranının son çeyrekte pozitif olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Ancak iş yeri kapatmalarının büyüklüğü ve süresi, sektörel mal ve hizmetlere olan talebin azalması, atılan maliye ve para politikası adımlarının zamanlaması ve etkinliği gibi birçok faktör altında bu tahminlere dair belirsizliğin de oldukça yüksek olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

Küresel büyümede ve küresel ticarete beklenen zayıflama 2020 yılında Türkiye'nin dış talebi üzerinde de belirleyici olacaktır (Grafik 2a). Özellikle, salgından en olumsuz etkilenen ülkeler, Türkiye'nin en büyük ticaret ortağı olan Euro Bölgesi ülkeleri olmuştur. IMF Nisan ayı tahminlerine göre Euro Bölgesi'nde 2020 yılında gelişmiş ülkeler ortalamasının çok daha üzerinde bir daralma beklenmektedir (Tablo 2.1.1). Bu tahminlerle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık büyüme hızı 2020 yılında yüzde 4,8 oranında daralmaya işaret etmektedir. Dolayısıyla uluslararası kuruluşların tahminleri Türkiye'nin dış talebinde, küresel ekonomi için öngörülen yüzde 3 oranındaki gerilemeden daha sert bir yavaşlama ima etmektedir. Salgının etki alanı ve petrol fiyatlarındaki mevcut düzeyler değerlendirildiğinde, Orta Doğu ve Afrika ile Rusya gibi ihracat pazarlarımızın da önümüzdeki dönemde telafi edici olmaktan uzak kalacağı anlaşılmaktadır (Grafik 2.b). Tüm bu değerlendirmeler göz önünde bulundurulduğunda, salgın hastalığın Türkiye'nin dış talebi üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin küresel büyüme rakamlarının gösterdiğinden daha derin olabileceği, ancak salgının kontrol altına alınması ve küresel ekonominin yeniden büyümeye başlaması ile birlikte bozulan dış talep görünümünün hızlı bir şekilde iyileşeceği tahmin edilmektedir.

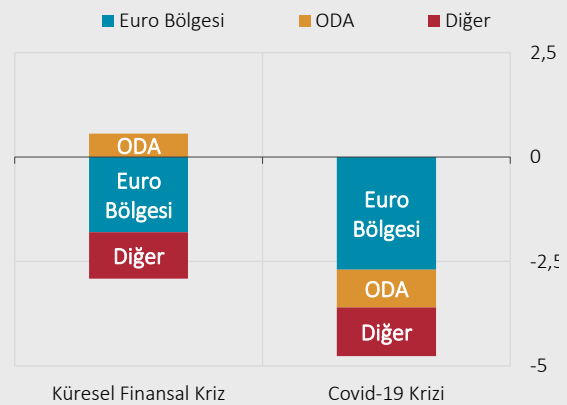
Grafik 2.a: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (t=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Dipnot: t, t+1, ..., t+8 zamanları çeyreklik dönemleri temsil etmektedir.

Grafik 2.b: Dış Talepteki Daralmaya Katkılar (% Puan)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Dipnot: ODA grubu Orta Doğu ve Afrika ülkelerini temsil etmektedir.

² OECD (2020), "Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity," Paris, Güncelleme Tarihi 14 Nisan 2020. https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=126_126496-evgsi2gmqj&title=Evaluating_the_initial_impact_of_COVID-19_containment_measures_on_economic_activity.

Kutu 2.2

Salgına Karşı Uygulanan Küresel Ekonomi Politikaları

Koronavirüs salgınının dünya çapında yayılmasıyla birlikte küresel ekonomi 2008 yılındaki finansal krizi de aşan zorlukta bir dönem geçirmektedir. Salgının yavaşlatılması için en etkili yol olarak uygulanan “sosyal mesafe” ve “karantina” önlemleri, ülkelerde ekonomik aktiviteyi durma noktasına getirmiştir. Salgının ekonomik etkileri oldukça geniş bir coğrafyada ve küresel finans krizinden daha derin şekilde etkili olurken (Kutu 2.1), verilen politika tepkileri de çeşitli ve şimdiki kadar eşine rastlanmayacak ölçüde güçlü olmuştur.¹

Ekonomi Politikaları Neyi Amaçlıyor?

Ekonomik daralmanın temel sebebinin alınan sağlık önlemleri olmasından ötürü, durgunluktan çıkışı sağlayabilecek en önemli unsur sağlık sorunlarının çözülerek karantina koşullarının giderek gevşetilmesi olacaktır. O zamana kadar ekonomi politikalarına düşen görev gelir ve iş kaybına uğrayanlara destek vermek, çalışmayan firmaların bilançosunu ve istihdam kapasitesini korumaya yönelik tedbirler almak, finansal piyasaların işlerliğini korumak, tedarik zincirlerinin kalıcı olarak hasar görmesini ve üretim potansiyelinin daralmasını önlemektir. Bu politikalar gerek karantina önlemleri boyunca oluşacak maliyetleri en aza indirmek, gerekse bu koşullar gevşediği ya da ortadan kalktığı zaman hızlı bir toparlanmayı sağlamak açısından kritik önem taşımaktadır.

Politika yapımcıların 2008 krizi sonrası geleneksel olmayan para politikası ile ilgili kazandıkları deneyim ve araç setinin genişlemesi, salgına karşı verilen politika tepkisi açısından olumlu olmuştur. Özellikle merkez bankaları sorun ortaya çıkar çıkmaz hızlı bir şekilde tepki verebilmiştir (Tablo 1). Bununla birlikte, kriz sonrası dönemde gerçekleştirilemeyen politika normalleşmesi nedeniyle politika alanının daha sınırlı olduğu görülmektedir.

Para Politikası

Para politikası adımı olarak ilk verilen tepki, küresel ölçekte politika faizlerinin hızlı bir şekilde aşağı çekilmesi ve para politikasının diğer araçlarla da gevşetilmesi olmuştur. Özellikle gelişmiş ülkelerde hâlihazırda düşük olan politika faizi hızlı bir şekilde sıfır düzeyine yaklaşmış, merkez bankaları mevcut alanı tereddütsüz ve hızlı bir şekilde kullanmıştır.

Merkez bankaları kriz sonrası dönemde uzun vadeli faizleri düşürmeyi hedefleyen tahvil alımlarına da tekrar başvurmuşlardır. Dört büyük merkez bankasının yanı sıra Avustralya, İsveç Kanada merkez bankaları da tahvil alımına başlamıştır. Fed ve ECB'nin bir aydan kısa bir sürede oldukça yüksek tutarda tahvil aldıkları görülmüştür. Fed 2008 krizi sonrası yaklaşık 6 yılda 3,5 trilyon ABD doları büyüttüğü bilançosunu 11 Mart'tan bugüne yaklaşık 2,3 trilyon ABD doları genişletmiştir. Devlet tahvillerinin yanı sıra hisse senedi alımları da başta Japonya olmak üzere ECB ve İngiltere merkez bankaları tarafından 2008 krizi sonrası uygulanan bir politika olmuştur. Son dönemde bu merkez bankalarına Fed de eklenmiştir. Merkez bankalarının burada da öncekine göre daha fazla alım yapacakları öngörülmektedir. Bu politikanın amacı da firmaların sermaye değerini koruyarak ve finansman maliyetlerini düşürerek kaybı en aza indirmek ve karantina dönemini iflas etmeden geçirebilmelerine yardımcı olmaktır.

¹ Salgının etkilerine karşı ülkeler bazında uygulanan politikaların kapsamlı bir listesi IMF tarafından derlenmiştir (IMF Policy Tracker: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>).

Tablo 1: Seçilmiş Ülkelerde Para Politikası ve Finansal Politika Adımları

		Euro Bölgesi	ABD	Japonya	İngiltere	Kanada	Avustralya	İsveç	Çin	Kore	Rusya	Hindistan	Endonezya	Brezilya
Para Politikası	Faiz İndirimi		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Tahvil Alımları	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				✓	✓	✓
	Ek Likidite Desteği	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	ABD Doları Takas Anlaşmaları	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓				✓
Finansal Politikalar	Sermaye Tamponları Veya Zorunlu Karşılık	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓				✓
	Kredi Yapılandırma Ve Ertelemeler	✓*	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
	Kredi Destek Programları	✓	✓		✓					✓		✓		

Kaynak: IMF.

* Euro Bölgesi'nde Almanya, Avusturya, Hollanda gibi bazı ülkelerde uygulanmamıştır.

Para piyasasında sıkışmayı önlemek ve likiditeye erişimi kolaylaştırmak için başta Fed ve İngiltere Merkez Bankası olmak üzere bazı merkez bankalarının da repo yoluyla daha çok fonlama yaptığı ve/veya fonlamanın vadesini uzattığı görülmüştür. Ayrıca Fed, küresel çapta artan ABD doları talebine karşılık bazı merkez bankaları ile takas anlaşması yapmıştır.

Finansal Politikalar

Bankacılık sektörüne likidite sağlamayı amaçlayan bu politikalar hem finansal sektörün mali yapısını korumayı hem de özel sektöre kredi akışının devam etmesini amaçlamaktadır. Zorunlu karşılık koşullarının gevşetilmesi ve/veya teminat havuzunun genişletilmesi ile bankalara ek likidite sağlanmıştır. Ayrıca, sermaye ve likidite tamponları gevşetilerek bankaların bu şekilde açığa çıkacak likiditeyi kullanarak kredi arzını artırması amaçlanmıştır. Çin Merkez Bankası rutin olarak kullandığı bu araçları salgın döneminde de aktif olarak kullanmıştır. Yine Fed'in de bankaların teminat koşullarını gevşettiği görülmüştür.

Bankaların likidite yönünden desteklenmesi yanında borçlu konumundaki reel sektörün finansman maliyetini düşürücü politikalar da uygulamaya konulmuştur. Firmaların salgın döneminde karşılaştıkları maliyetleri en aza indirme amacıyla, mevcut kredi ödemelerinin ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması da yaygın şekilde kullanılmıştır (Tablo 1).

Diğer taraftan kredi teşvik programları yoluyla likiditenin reel ekonomideki olası tahribatı önleyecek şekilde kullanılması sağlanmaya çalışılmaktadır. Bankacılık sektörüne, reel kesime verilen kredi hacmini genişletmeleri karşılığı sağlanan finansman avantajları özellikle ECB ve İngiltere Merkez Bankası'nın 2008 krizi sonrası da başvurduğu politikalar arasında yer almaktadır. Son gelişmeler ile birlikte iki merkez bankası programın limitlerini önemli ölçüde artırmıştır. Fed'in de oldukça kapsamlı bir destek programıyla bankaları kredi akışını devam ettirmeye teşvik ettiği görülmektedir. Ayrıca Hindistan Merkez Bankası da benzer bir program açıklamıştır.

Maliye Politikası

Açıklanan maliye politikası önlemlerini, yeni kredi kanalları ve kredilere devlet garantileri, vergi istisna ve indirimleri ve doğrudan harcamalar gibi ana başlıklar altında incelemek mümkündür (Tablo 2). Krediler ve devlet garantileri, başta küçük ve orta büyüklükteki işletmeler olmak üzere krizden etkilenen sektör ve kişilere verilen destekleri içermektedir. Bu kapsamda ABD yaklaşık 2,2 trilyon ABD dolarıyla tarihinin en büyük teşvik paketini kongreden geçirirken, Almanya, Fransa ve İspanya toplamda bu kanalla yaklaşık 1,1 trilyon euro destek açıklamıştır. Kamu borç stoklarının yüksekliği nedeniyle, diğer G20 ülkelerinde de açıklanan teşvik paketlerinin ağırlıklı olarak bu kanalla olduğu göze çarpmaktadır. Vergi indirimleri ise daha çok, kriz nedeniyle zora

giren firmalara destek olmak ve işsizliği önlemek amacıyla, gelir vergilerinde indirim, erteleme imkânları ve istisnalar olmak üzere yaygın şekilde uygulamaya konulmuştur. Son olarak, doğrudan harcamalar kapsamında sağlık harcamaları, sosyal yardımlar ve ABD ve Japonya'da olduğu gibi kişilere doğrudan para transferi gibi destekler açıklanmıştır.

Tablo 2: Seçilmiş Ülkelerde Maliye Politikası Adımları

	ABD	Almanya	İngiltere	Fransa	İspanya	İtalya	Japonya	Çin	Avustralya	Kanada	Rusya	Hindistan	Endonezya	Kore
Sağlık Ve Sosyal Harcamalar	✓	✓		✓	✓			✓	✓			✓	✓	✓
Altyapı Harcamaları	✓													
Hanehalkına Para Transferi	✓						✓							
Krediler	✓							✓						✓
Kredi Garantileri	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓		✓			
Vergi İndirimleri Ve İstisnalar	✓						✓	✓	✓	✓			✓	
İşgücü Piyasası Destekleri	✓			✓				✓						

Kaynak: IMF.

Politikaların Etkinliği ve Maliyetleri

Salgının etkilerine yönelik uygulanan ekonomi politikalarının etkinliği, asli sorunun finansal veya ekonomi kaynaklı olmamasından ötürü, 2008 krizine kıyasla daha sınırlı olabilecektir. Atılan adımların finansal sistemin işlerliğinin korunmasına ve hanehalkı ile reel sektörün sıkılaşan finansal koşullardan daha az etkilenmesine yardımcı olacağı değerlendirilmektedir. Ekonomik birimlerin kendi açılarından zararlarını en aza indirmeye yönelik davranışları, zararın bir birimden alınıp diğer bir birimde görülmesine neden olmaktadır. Örneğin, finans dışı özel kesimde yer alan firmaların gelir akımı bozulduğu için işçi çıkarması, firmaların gider tablosunda iyileşmeye, diğer taraftan hanehalkının gelir tablosunda bozulmaya neden olmaktadır. Kamu tarafından işsizlik maaşlarının ödenmesi, hanehalkının gelir tablosunu iyileştirirken kamunun gider tablosunu bozmaktadır. Böyle devam eden süreçte, sağlık tedbirleri sonucu ekonomik ilişkilerin durması nedeniyle oluşan ekonomik zararın büyük bir kısmının devlet tarafından karşılanması durumunda, kamu borçlanma ihtiyacında büyük artışlar gözlenebilecektir. Oluşan kamu borçlarının finansmanı merkez bankası kaynaklarından sağlanıyorsa, artan merkez bankası yükümlülükleri salgın sonrası dönemde sterilize edilmezse, canlanan ekonomik faaliyetle birlikte enflasyonda hızlanma ve varlık fiyatlarında -örneğin gayrimenkul fiyatlarında- artışlar oluşabilir. Özetle, salgın hastalık nedeniyle ekonomik birimlerin gelir-gider tablolarındaki bozulmanın düzeltilmesi hastalık sonrası dönemde ekonominin düzgün işleyişi adına önemli görülmele birlikte, topluma bazı ek maliyetler de getirebilecektir.

Ortaya konulan bu teşvik paketlerinin, gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarını artıracığı ve hâlihazırda yüksek olan kamu borçluluğunda daha da artışa neden olacağı değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerde para politikasında olduğu gibi, maliye politikasında da politika alanının 2008 krizine göre daha sınırlı olduğu gözlemlenmekte, ancak yine de kamu borcunun 2020 ilk çeyreğinden itibaren hızlı bir artış göstermesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında da, borçluluğun daha düşük olmasına karşın, döviz kurları, risk primleri ve sermaye çıkışları kaynaklı riskler nedeniyle maliye politikası alanının sınırlı olduğu değerlendirilmektedir.

Özetle, uygulanan politikaların ekonomik anlamda göz ardı edilemeyecek maliyetleri olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, salgının istihdam, tedarik zincirleri ve üretim kapasitesi üzerinde meydana getirebileceği kalıcı bir tahribat çok daha yüksek maliyetlere sebep olacaktır. Bu nedenle, küresel ölçekte politika yapımcılar genel bir fikir birliği içerisinde daha önce görülmemiş ölçekte destekleyici adımlar atmaktadır.

