



TÜRKİYE CUMHURİYETİ CUMHURBAŞKANLIĞI  
**STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI**

# DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER BÜLTENİ

2021 - 3 (Temmuz-Eylül)

EKONOMİK MODELLEME VE KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME GENEL MÜDÜRLÜĞÜ  
KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME DAİRE BAŞKANLIĞI

## İçindekiler

1	Yönetici Özeti.....	3
2	Görünüm .....	5
2.1	Büyüme.....	5
2.2	Ticaret.....	7
2.3	İşgücü.....	8
2.4	Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler .....	9
2.5	Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri .....	13
3	Bölgesel Görünüm .....	16
3.1	Gelişmiş Ekonomiler .....	16
3.2	Gelişmekte olan Ekonomiler .....	19
4	İstikrar Görünümü .....	23
4.1	Risk Görünümü .....	23
4.2	Sermaye Piyasaları .....	25
4.3	Döviz Piyasası .....	26
4.4	Ülke Riski ve Bono Getirileri .....	27

## Tablolar

Tablo 1: 2021 Yılı Üçüncü Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%) .....	6
Tablo 2: 2021 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri .....	14

## Grafikler

Grafik 1: Küresel Aktivite Endeksleri .....	5
Grafik 2: Küresel Hasıla Büyüme Oranları (%).....	6
Grafik 3: Küresel Ticaret Hacmi ve Mal ve Hizmet Ticareti Artışı.....	8
Grafik 4: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları.....	9
Grafik 5: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100) .....	10
Grafik 6: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (2014-2016=100) .....	11
Grafik 7: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100) .....	12
Grafik 8: IMF Küresel Büyüme Tahmini.....	13
Grafik 9: ABD Ekonomisine ilişkin Göstergeler.....	17
Grafik 10: AB Ekonomisine ilişkin Göstergeler .....	18
Grafik 11: Japonya Ekonomisine ilişkin Göstergeler .....	19
Grafik 12: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi .....	20
Grafik 13: Rusya Sanayi Üretim Endeksi ve İşsizlik Oranı.....	21
Grafik 14: Seçilmiş Ülkelerde Efektif Politika Faiz Oranları .....	24
Grafik 15: Risk (VIX ve VXYEM) ve Finansal Durum Endeksleri.....	25
Grafik 16: Borsa Bileşik Endeksleri, Altın, Bitcoin Endeksleri.....	25
Grafik 17: Dolar Endeksi ve Oynaklık .....	26
Grafik 18: JPM YPE Kur Endeksleri ile Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi.....	26
Grafik 19: YPE Bono Endeksleri, Spreadleri ve Küresel Bono Piyasa Hacmi (Trilyon USD).....	27
Grafik 20: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri .....	27
Grafik 21: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları .....	28

## 1 Yönetici Özeti

**Kovid-19 varyantları küresel ekonomik canlanmanın hız kesmesine yol açmakta, tedarik zincirinde yaşanan sorunlar ve enflasyonist baskılar devam etmektedir.** Küresel ekonomik aktivite 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yeni virüs varyantlarının görülmesiyle hız kesmiştir. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde de küresel toparlanma hızının ülkeler arasında ayrılmaya devam ettiği gözlenmiştir. Ayrışmanın temelinde ise, aşuya erişim ve politika desteklerindeki farklılıklar yatmaktadır. Söz konusu dönemde şiddetlenen çip krizi, küresel ölçekte otomotiv, elektronik, bilgisayar, beyaz eşya gibi birçok sektördeki üretimin sınırlandırılmasına neden olmuştur. Öte yandan artan emtia fiyatlarının yarattığı enflasyonist baskı nedeniyle birçok ülkede uygulanan politikalar sıkılaşmaya başlamıştır. Bu gelişmelerle yılın üçüncü çeyreğinde dünya ekonomisinin; yıllık bazda yüzde 4,6 ile bir önceki çeyreğe kıyasla daha ılımlı bir büyüme kaydetmiş olduğu tahmin edilmektedir.

**Gelişmiş ekonomilerin performansı, yılın üçüncü çeyreğinde salgın öncesindeki seviyesini yakalamayı başarmıştır.** Özellikle ABD, Almanya ve Fransa'da özel tüketim harcamalarının küresel büyümeye önemli bir destek verdiği, İtalya ve İspanya ekonomilerindeki büyümede ise dış talepteki canlılığın etkili olduğu görülmektedir. Birleşik Krallık'ta diğer ülkelere göre daha hızlı artan vaka sayıları nedeniyle özel tüketim bir miktar hız kesmiş, büyüme büyük ölçüde kamu harcamaları kaynaklı olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının ikinci çeyreği itibarıyla gelişmiş ülkelerin ekonomileri yüzde 4,1 büyümüştür.

**Küresel büyümeyi sürükleyen ülkelere biri olan ABD ekonomisinin toparlanması yavaşlamıştır.** Ekonomik Analiz Bürosu tarafından yayınlanan üçüncü GSYH tahminine göre, ABD ekonomisi 2021 yılı üçüncü çeyrekte yüzde 2,3 oranında büyüme kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte reel GSYH'daki yavaşlamada tüketici harcamalarındaki yavaşlama belirleyici olmuştur. Kovid-19 vakalarının yeniden canlanması, ülkenin bazı bölgelerinde işletmelerin yeniden açılmasında yeni kısıtlamalara ve gecikmelere neden olmuştur. Ayrıca, işletmelere sağlanan krediler, eyalet ve yönetimlere verilen hibeler ve hanehalkına yönelik sosyal yardımlar şeklindeki devlet yardım ödemeleri azalmıştır. Bu gelişmelerle ABD ekonomisinin üçüncü çeyrekteki büyümesinin bir önceki yıl aynı döneme göre yüzde 4,7 oranında olduğu tahmin edilmektedir.

**Gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızında gelişmiş ülkelere göre daha fazla ayrışma gözlenmektedir.** Gelişmekte olan ülkelerin görece ılımlı bir büyüme oranı kaydetmesinde Çin, Brezilya, Meksika, Rusya gibi büyük ekonomilerin büyüme oranlarının yavaşlamış olması etkili olmuştur. Özellikle Çin'de Temmuz ve Ağustos aylarında vaka sayılarındaki artış sonucunda tüketici güveninin azalması, enerji kesintileri nedeniyle bazı bölgelerdeki fabrikaların geçici olarak kapanması, küresel tedarik zincirindeki sıkıntılar nedeniyle üçüncü çeyrekte ekonomik aktivite olumsuz yönde etkilenmiş ve üçüncü çeyrekte önceki dönemlere göre daha zayıf bir büyüme oranı kaydetmiştir. Meksika'da da benzer şekilde artan vaka sayılarının yanı sıra yabancı ülkelere istihdamı kısıtlayan yasanın yürürlüğe girmesinin etkisiyle ekonomik faaliyetler yavaşlamıştır. Bununla birlikte 2021 yılı üçüncü çeyrekte yıllık olarak bakıldığında gelişmekte olan ülkeler yüzde 5,4 büyürken Çin yüzde 4,9 büyümüş, Hindistan ise yüzde 8,4 büyüme oranı ile ön plana çıkmıştır.

**Küresel ticaret salgın dönemine göre belirgin düzeyde toparlanmıştır.** Küresel ticarete 2020 yılının ikinci çeyreğinde salgın nedeniyle yaşanan sert düşüş, 2021 itibarıyla yerini toparlanma eğilimine bırakmıştır. Çeyreklik bazda verilere bakıldığında; 2021 yılının ikinci çeyreğinde küresel ticarete güçlü bir toparlanma yaşandığı anlaşılmaktadır. Küresel mal ihracatı, yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın ikinci çeyreğine göre yüzde 23,2 artış kaydetmiştir. Bununla birlikte yılın ikinci yarısında kritik sektörlerdeki aksaklıklar nedeniyle küresel mal ticaret hacmindeki artış hızının yavaşlayabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim geçtiğimiz yılın üçüncü çeyreğinde başlayan artış eğiliminin 2021

yılının üçüncü çeyreğinde sekteye uğradığı anlaşılmaktadır. UNCTAD verilerine göre küresel ihracatta 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 5,9 düzeyinde artış yaşanırken, bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,6 oranında düşüş kaydetmiştir. Öte yandan 2021 yıl genelinde ise IMF tahminlerine göre küresel mal ve hizmet ticaretinde yüzde 9,7 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.

**Küresel işgücü piyasası salgın öncesine henüz yakınsayamadı.** 2021 yılı üçüncü çeyreğinde işsizlik oranları, işgücü piyasasının toparlanma eğilimine rağmen salgın öncesi döneme göre halen yüksek seyretmektedir. 2021 yılı üçüncü çeyreğinde salgını önlemeye yönelik alınan tedbirlerin etkisiyle ekonomilerde bir önceki yıla kıyasla toparlanmaların yaşanmasıyla iş gücü piyasaları da gerek talep gerekse arz yönlü kısmen toparlanmıştır. Küresel işsizlik oranı salgın öncesi dönemde yüzde 5,4 iken, 2020 yılında yüzde 6,5 oranına yükselmiştir. 2021 yılı genelinde ise yüzde 6,3 oranına gerileyerek küresel toparlanmanın etkileri kısmen de olsa görülmüştür. Bununla birlikte 2022 yılında küresel işsizlik oranının yüzde 5,7 ile salgın öncesi dönemlere yakınsayacağı öngörülmektedir.

**Küresel emtia fiyatları yüksek seyretmeye devam etmektedir.** Emtia fiyatlarının büyük bir çoğunluğu salgın öncesi dönem fiyatlarının üzerinde seyretmektedir. Küresel ölçekte büyüme beklentilerinin artması, talepte yaşanan toparlanma, bazı emtialarda arz sıkıntılarının görülmesi ve tedarik zincirinde yaşanan aksamalar emtia fiyatlarını 2021 yılı üçüncü çeyreğinde arttıran unsurlar olmuştur. 2021 yılı üçüncü çeyreğinde IMF Temel Emtia Fiyatları Endeksi, küresel ekonomik toparlanmayla bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 56,9 oranında artış kaydetmiştir. Endeksin ana bileşenlerinden olan Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi, ham petrol, doğalgaz ve kömür fiyatlarında yaşanan artışlarla 2021 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 114,8 oranında yükselmiştir. Diğer taraftan, Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinde aynı dönemde yüzde 26,4 oranında artış kaydedilmiştir. Aynı dönemde Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin alt grubu olan Gıda ve İçecekler grubu fiyatlarında, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 32,4 oranında artış kaydedilmiştir. Bu gelişmede gıdaya olan talepteki canlanma, kuraklık, arz güvenliğinin sağlanamaması ve üretimin zayıflaması gibi çeşitli faktörler etkili olmuştur.

**Küresel risk faktörleri arasında virüs varyantları ve katılaşma eğiliminde olan enflasyon dikkat çekmektedir.** Henüz delta varyantı ile ilgili endişeler ortadan tamamen kaybolmamasına rağmen, ortaya çıkan omikron, küresel salgında yeni baskın tür olarak görülmektedir. Varyantlar destekleyici politikaların devamı konusunda karar alıcıları istekli olmaya teşvik ederken, karşılığında kalıcı enflasyon riski bulunmaktadır. Salgın öncesinde 2021'de yıllık yüzde 2 civarında seyretmesi beklenen ABD enflasyonu, yüzde 6,8 ile son 40 yılın en yüksek seviyesine yükselmiştir. Rusya ile Ukrayna arasındaki gerilim, gaz fiyatlarının yükselmesine neden olabilir. İklim değişikliğinin daha yıkıcı hava olayları getirmesiyle birlikte gıda fiyatları artmaya devam edebilir. Fed'in 2022'de faiz artışı yapması halinde; gelişmekte olan piyasalar için finansal sıkıntılar gündeme gelebilir. Aynı zamanda başta ABD olmak üzere küresel ekonomi durgunluk riskiyle karşı karşıya kalabilir. Diğer riskler arasında ticari, politik ve bölgesel gelişmeler ön plana çıkmaktadır. ABD –Çin eksenli ticaret gerilimleri devam etmektedir. Fransa'da seçimlerin yaklaşması ve aşırı sağın yükselişi Avrupa'da politik bunalımları besleyebilir. Olumsuz iklim koşulları ve yüksek gıda fiyatları ise sosyal huzursuzlukları besleyebilir.

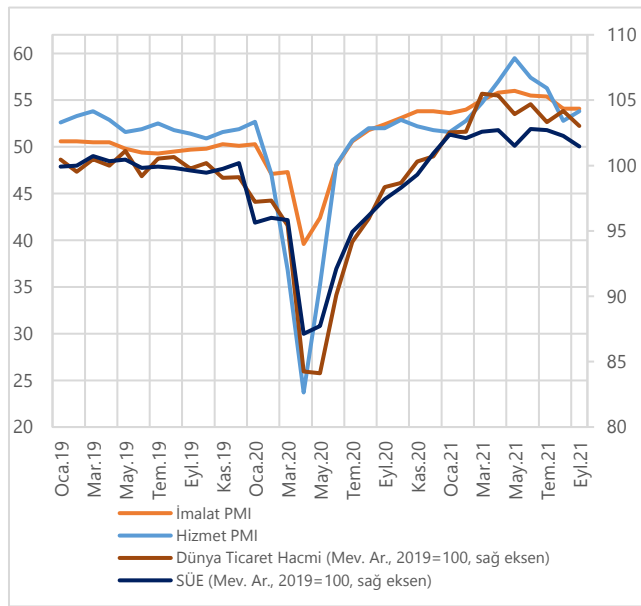
## 2 Görünüm

### 2.1 Büyüme

Küresel ekonomik aktivitedeki canlılık 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yeni Kovid-19 varyantlarının görülmesiyle bir miktar hız kesmiştir. Önceki çeyreklerde olduğu gibi yılın üçüncü çeyreğinde de toparlanma hızının ülkeler arasında ayrışmaya devam ettiği gözlenmiştir. Ayrışmanın temelinde ise, aşya erişim ve politika desteklerindeki farklılıklar yatmaktadır.

Gelişmiş ülkelerdeki nüfusun yaklaşık yüzde 60'ı tam korumalı olarak aşılanmışken, düşük gelirli ülkelerdeki nüfusun yüzde 96'sı henüz aşya erişim sağlayamamıştır. IMF'nin tahminlerine göre 2022 yılı sonuna kadar dünyadaki çoğu ülke aşya erişim sağlayabilecektir. Dolayısıyla, aşılanan nüfusun artmasıyla küresel talebin önümüzdeki dönemde daha hızlı toparlanabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 1: Küresel Aktivite Endeksleri



Bu dönemde ekonomik aktiviteyi kısıtlayan etkenlerden biri de girdi tedarik zincirinde ortaya çıkan sorunlardır. Özellikle yılın üçüncü çeyreğinde başlayan çip krizi, küresel ölçekte otomotiv, elektronik, bilgisayar, beyaz eşya gibi birçok sektördeki üretimin sınırlandırılmasına neden olmuştur.

Artan emtia fiyatlarının yarattığı enflasyonist baskı nedeniyle birçok ülkede uygulanan politikalar sıkılaşmaya başlamıştır. Gelişmiş ülkelerde maliye politikası destekleyici rolünü korurken, gelişmekte olan ülkeler bu dönemde çok daha sıkı finansal koşullarla karşı karşıya kalmış ve politika desteklerini kısmak zorunda kalmıştır. Brezilya, Meksika,

Şili ve Rusya gibi gelişmekte olan ülkelerde para politikası duruşu da üçüncü çeyrek itibarıyla sıkılaşmaya başlamıştır.

İkinci çeyrekteki hızlı toparlanma ve geçtiğimiz yılın ikinci çeyreğinden kaynaklanan baz etkisiyle çift haneli büyüme kaydeden dünya ekonomisinin yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 4,6 oranında daha ılımlı bir büyüme oranı kaydetmiş olduğu tahmin edilmektedir<sup>1</sup>. Bu dönemde gelişmiş ülkelerin ekonomileri yüzde 4,1, gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri ise yüzde 5,4 oranında büyümüştür.

Gelişmiş ekonomilerin hasılası, yılın üçüncü çeyreğinde salgın öncesindeki seviyesini yakalamayı başarmıştır<sup>2</sup>. ABD, Almanya ve Fransa'da özel tüketim harcamalarının büyümeye önemli bir destek verdiği, İtalya ve İspanya ekonomilerindeki büyümede ise dış talepteki canlılığın etkili olduğu görülmektedir. Birleşik Krallık'ta diğer ülkelere göre daha hızlı artan vaka sayıları nedeniyle özel tüketim bir miktar hız kesmiş, büyüme büyük ölçüde kamu harcamaları kaynaklı olarak gerçekleşmiştir.

<sup>1</sup> SBB hesaplamasıdır. Yılın üçüncü çeyreğinde, küresel ekonominin yaklaşık yüzde 94'ünü oluşturan ülkeler hesaplamaya alınmıştır.

<sup>2</sup> SBB hesaplamasına göre.

Gelişmekte olan ülkelerin görece ılımlı bir büyüme oranı kaydetmesinde Çin, Brezilya, Meksika, Rusya gibi büyük ekonomilerin büyüme oranlarının yavaşlamış olması etkili olmuştur. Özellikle Çin’de Temmuz ve Ağustos aylarında vaka sayılarındaki artış sonucunda tüketici güveninin azalması, enerji kesintileri nedeniyle bazı bölgelerdeki fabrikaların geçici olarak kapanması, küresel tedarik zincirindeki sıkıntılar nedeniyle üçüncü çeyrekte ekonomik aktivite olumsuz yönde etkilenmiş ve üçüncü çeyrekte önceki dönemlere göre daha zayıf bir büyüme oranı kaydetmiştir. Meksika’da da benzer şekilde artan vaka sayılarının yanı sıra yabancı ülkelere istihdamı kısıtlayan yasanın yürürlüğe girmesinin etkisiyle ekonomik faaliyetler yavaşlamıştır.

Tablo 1: 2021 Yılı Üçüncü Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%)

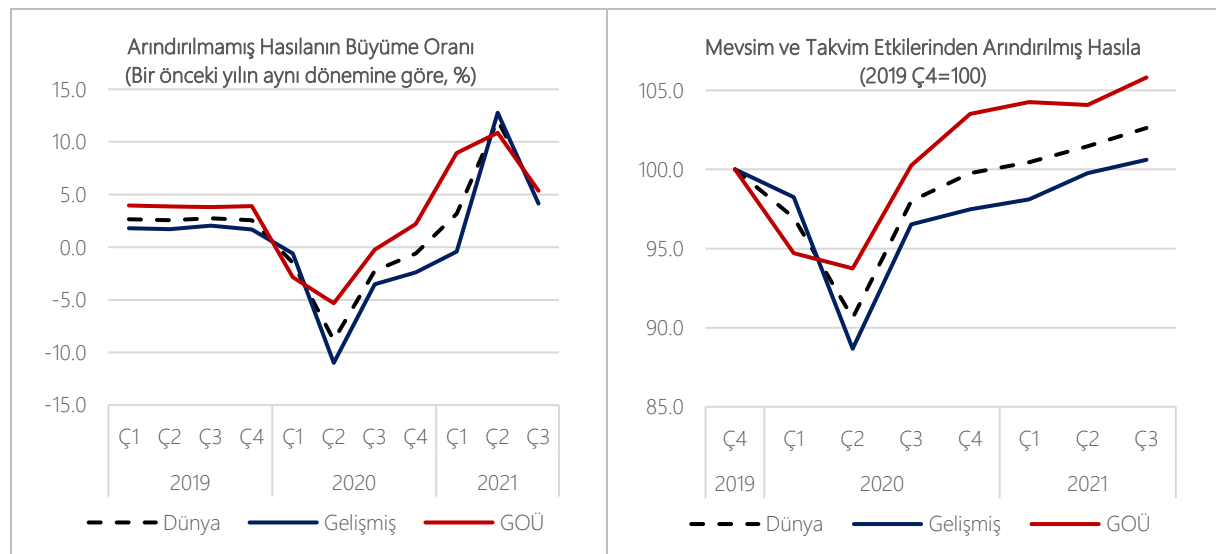
	Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre büyüme	Bir önceki çeyreğe göre büyüme *
<b>Dünya**</b>	<b>4,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Gelişmiş Ülkeler**</b>	<b>4,1</b>	<b>0,8</b>
ABD	4,7	0,5
Almanya	2,5	1,7
Birleşik Krallık	6,7	1,1
Fransa	3,4	3,0
İtalya	4,1	2,6
İspanya	2,7	2,0
Güney Kore	4,0	0,3
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler**</b>	<b>5,4</b>	<b>1,7</b>
Çin	4,9	0,2
Hindistan	8,4	12,7
Brezilya	4,0	-0,1
Meksika	4,6	-0,4
Rusya	4,0	-0,8
Endonezya	3,5	-0,6
Türkiye	7,4	2,7
<b>Euro Bölgesi</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</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 2: Küresel Hasıla Büyüme Oranları (%)



Kaynak: Eurostat, OECD, ilgili ülkelerin istatistik kurumları

IMF'nin Ekim ayında yayımlanmış olduğu raporda küresel büyüme tahmini 2021 yılında bir önceki tahmine göre 0,1 puan azaltılarak yüzde 5,9'a düşürülmüştür. 2022 yılına ilişkin tahmin ise değiştirilmeyerek yüzde 4,9 seviyesinde belirlenmiştir. 2021 yılında gelişmiş ekonomilerin büyüme oranına ilişkin tahmin 0,4 puan azaltılarak yüzde 5,2 seviyesine gerilemiştir. Bu revizyonda, ABD'de stoklardaki büyük ölçekli düşüş, tedarik sorunları ve yavaşlayan tüketim harcamaları ile Japonya'da salgın nedeniyle dördüncü defa olağanüstü hal ilan edilmesi etkili olmuştur. Aşılana nüfustaki artış beklentisi altında 2022 yılının ilk yarısında gelişmiş ekonomilerin güçlü toparlanma kaydetmesi ve yılın tamamında yüzde 4,5 oranında büyüme kaydetmesi beklenmektedir.

IMF, gelişmekte olan ekonomilerin 2021 yılında bir önceki tahmine göre 0,1 puan artışla yüzde 6,4 oranında büyüme kaydedeceğini tahmin etmektedir. Bu artışta Çin, Hindistan, Brezilya, Meksika gibi büyük ekonomilerin dışında kalan gelişmekte olan ekonomilerde beklenenden daha güçlü seyreden iç talep koşulları nedeniyle yapılan yukarı yönlü revizyon etkili olmuştur. Beklenenden daha sert biçimde azalan kamu yatırım harcamaları nedeniyle Çin'in 2021 yılındaki büyüme oranına ilişkin tahmin 0,1 puan azaltılarak yüzde 8 olarak belirlenmiştir. 2022 yılında ise gelişmekte olan ekonomilerin yüzde 5,1 oranında büyüme kaydedeceği tahmin edilmektedir.

## 2.2 Ticaret

**Küresel ticarete 2020 yılının ikinci çeyreğinde salgın nedeniyle yaşanan sert düşüş, aynı yılın üçüncü çeyreği itibarıyla yerini toparlanma eğilimine bırakmıştır.** Buna rağmen, salgının ilk dönemlerinde küresel ölçekte ekonomik aktivite hızının ani bir şekilde yavaşlaması sonrasında tedarik zincirlerinde meydana gelen aksaklıklar, hammadde sıkıntıları ve en önemlisi mal ve hizmetlere yönelik dış talepteki keskin düşüş 2020 yıl genelinde küresel mal ve hizmet ticaretinde yüzde 8,2 düzeyinde daralmayı beraberinde getirmiştir. Küresel ticaretteki daralmanın boyutu yüzde 3,1 seviyesindeki küresel ekonomik daralmanın ötesine geçmiştir.

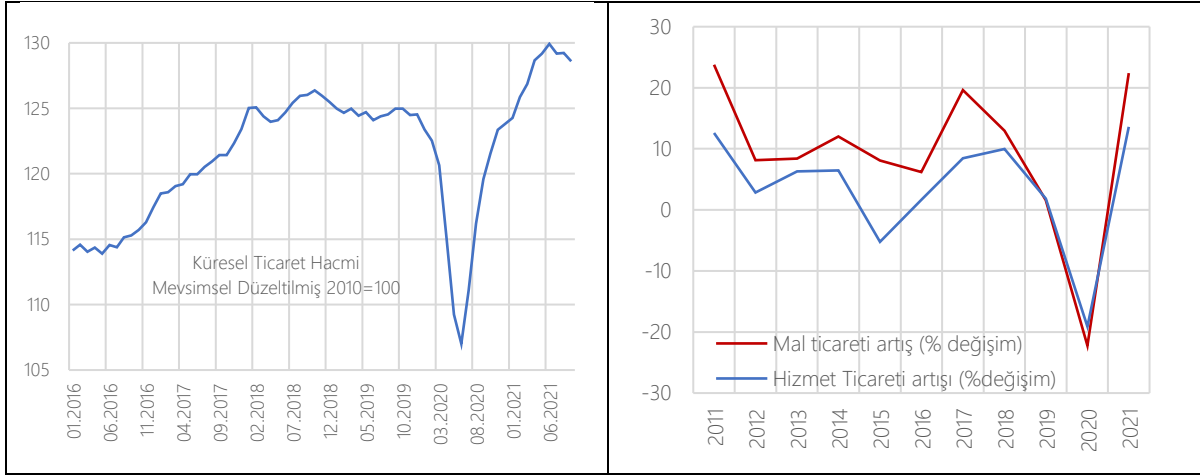
2021 yıl genelinde ise yine IMF tahminlerine göre küresel mal ve hizmet ticaretinde yüzde 9,7 oranında artış yaşanması beklenmektedir. Küresel ekonomik büyüme beklentilerinin üzerinde gerçekleşmesi beklenen bu rakama göre, 2021 yılında uluslararası ticaretin, küresel ekonomik toparlanmanın ana itici unsuru olarak ön plana çıkacağı anlaşılmaktadır.

2021 yılına ilişkin güncel UNCTAD tahminleri yıl genelinde mal ticaretinde yüzde 22,4, hizmet ticaretinde ise yüzde 13,6 oranında artış yaşanacağı yönündedir. Yılın ilk yarısında küresel ticarete beklentilerin üzerinde gerçekleşen performans neticesinde mal ticaretine ilişkin tahminler WTO tarafından da yukarı yönlü güncellenmiştir. Buna göre WTO tarafından 2021 yılında küresel mal ticaretindeki artışın yüzde 10,8 olarak gerçekleşeceği, aynı oranın 2022 yılında ise yüzde 4,7 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Çeyreksel bazda verilere bakıldığında, 2021 yılının ikinci çeyreğinde küresel ticarete güçlü bir toparlanma yaşandığı anlaşılmaktadır. Küresel mal ihracatı, yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın ikinci çeyreğine göre yüzde 23,2 artış kaydetmiştir. Bununla birlikte yılın ikinci yarısında kritik sektörlerdeki aksaklıklar nedeniyle küresel mal ticaret hacmindeki artış hızının yavaşlayabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim geçtiğimiz yılın üçüncü çeyreğinde başlayan artış eğiliminin 2021 yılının üçüncü çeyreğinde sektöre uğradığı anlaşılmaktadır. CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) verilerine göre mevsimsel etkilerden arındırılmış küresel ticaret hacim endeksi yılın üçüncü çeyreğinde halen salgın öncesi seviyesinin üzerinde bulunsa da bir önceki çeyreğe göre düşüş kaydetmiştir. Ayrıca UNCTAD verilerine göre de küresel ihracat 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 5,9 düzeyinde artış yaşanırken, aynı değer bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,6 oranında düşüş kaydetmiştir.



Grafik 3: Küresel Ticaret Hacmi ve Mal ve Hizmet Ticareti Artışı



Kaynak: CPB, UNCTAD

Küresel covid-19 salgını ile mücadelede ticaret kilit rol oynamıştır. Bu kapsamda ticaret kısıtlayıcı önlemlerde azalma yaşandığı görülmektedir. Ancak aşırıya erişim ve salgınla mücadele konularında yaşanan yapısal sorunlar, ekonomik toparlanma ve ticaret üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel ticarete bir diğer sorun alanı olarak ise taşımacılık faaliyetleri gelmektedir. Küresel ticarete navlun bedellerindeki yüksek seyir devam etmektedir. Bu durum ticaret üzerinde baskılayıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Hammadde temininde meydana gelen sıkıntılar ve arz şokları da küresel ticaretin yılın üçüncü çeyreğinde baskılanmasına neden olan unsurlar arasında gelmektedir. Özellikle çip krizi nedeniyle otomotiv üretiminde yaşanan sıkıntılar uluslararası ticaretin yılın ilk yarısına göre yavaşlamasına neden olmuştur. Aynı sorun otomotiv sektöründeki kadar olmasa da elektronik eşyalar da gözlenmektedir. Bu gelişmeler sonucunda WTO tarafından hesaplanan küresel mal ticareti barometresi Ağustos ayındaki zirve değerine göre düşüş yaşayarak 99,5 ile endeksin baz değeri olan 100'ün altına inmiştir.

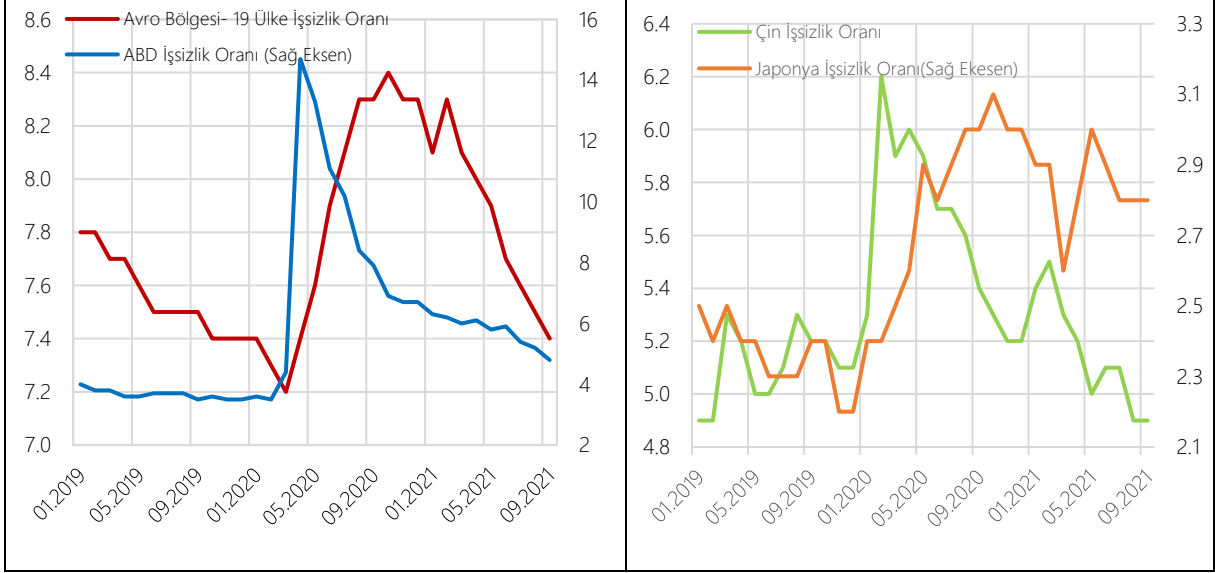
Tüm bu gelişmeler ışığında küresel ticaretin geleceğine ilişkin belirsizliklerin sürmekte olduğu değerlendirilmektedir. Geleneksel navlun yöntemlerindeki fiyat artışları uluslararası ticarete alternatif taşımacılık arayışlarını beraberinde getirmektedir. Hammadde temininde yaşanan problemler küresel ölçekte büyük çaplı yatırım faaliyetlerinin artışına neden olmaktadır. Diğer taraftan ABD ve Çin arasındaki ticari ilişkilerin geleceğine yönelik belirsizlikler küresel ticaret açısından risk unsuru oluşturmayı sürdürmektedir. Son olarak, Covid-19 salgınının yeni varyantlarının yayılma riskine karşı alınması gündeme gelen kısıtlayıcı önlemlerin de aşağı yönlü risk barındırma potansiyeli devam etmektedir.

## 2.3 İşgücü

Uluslararası kuruluşların raporlarında, 2021 yılı üçüncü 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 üçüncü çeyreğinde salgını önlemeye yönelik alınan tedbirlerin etkisiyle ekonomilerde bir önceki yıla kıyasla toparlanmaların yaşanmasıyla iş gücü piyasaları da gerek talep gerekse arz yönlü kısmen toparlanmıştır. Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) raporuna göre küresel çalışma saati 2019 yılı dördüncü çeyreğine göre halen yüzde 4,7 oranında düşük seyretmektedir. Küresel işsizlik oranı salgın öncesi dönemde yüzde 5,4 iken, 2020 yılında yüzde 6,5 oranına yükselmiştir. 2021 yılı tahminine göre

işsizlik oranı yüzde 6,3'e gerilemiş ve küresel toparlanmanın etkileri kısmen de olsa görülmüştür. ILO raporuna göre 2022 yılında küresel işsizlik oranı yüzde 5,7 oranına yani salgın öncesi dönemlere yakınsayacağı öngörülmektedir.

**Grafik 4: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları**



Kaynak: EUROSTAT, ILO

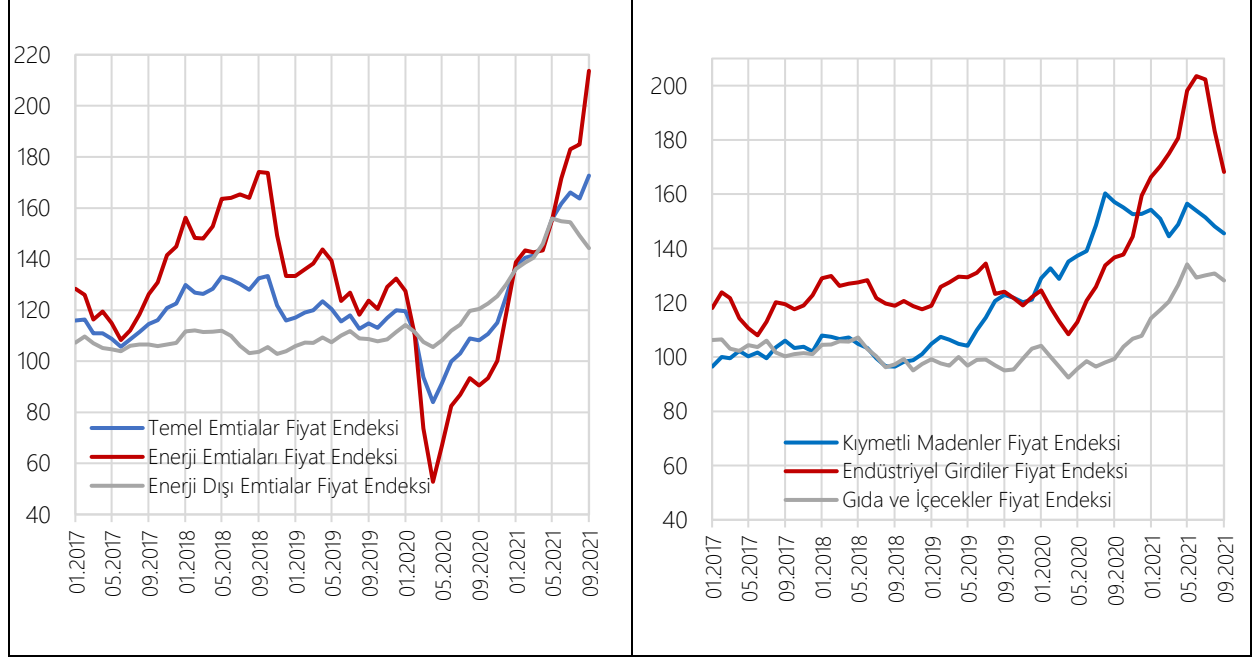
Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere işsizlik oranlarında seçilmiş ekonomilerde 2020 yılı ilk yarısında salgın kaynaklı keskin artışlar meydana gelmiştir. Ancak, 2020 yılı ikinci yarısından itibaren küresel ekonomik aktivitenin bir miktar toparlanma kaydetmesiyle işsizlik oranları düşüş eğilimine girmiştir. 2021 yılı üçüncü çeyreğinde ise seçilmiş ekonomilerin işsizlik oranlarında keskin düşüşler gözlenmiştir. Son dönemde ABD işsizlik oranı toparlanarak Eylül ayında yüzde 4,8'e gerilemişse de hala salgın öncesi dönem ortalamalarının üzerinde seyretmektedir. 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 üçüncü 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 Eylül ayında yüzde 4,9'a gerileyerek salgın öncesi döneme yaklaşmıştır. Japonya'da da benzer şekilde işsizlik oranı, salgından sonra artışa geçerek yüzde 2 olan uzun dönem ortalamasından yüzde 2,9'a yükselmiştir. 2021 yılı Haziran ayında Kovid-19 yeni Delta varyantı ortaya çıkmasıyla Japonya'da yaşanan kapanmanın etkisiyle işsizlik oranı yüzde 3'e yükseldikten sonra, Eylül ayında hafif bir düşüş kaydederek yüzde 2,9 oranında gerçekleşmiştir.

## 2.4 Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler

2020 yılı ikinci yarısından itibaren küresel talepte yaşanan toparlanmanın 2021 yılı üçüncü çeyreğinde belirginleşmesi ve bir önceki yıldan gelen düşük baz, IMF Temel Emtialar Fiyat Endeksinde ciddi artışa sebep olmuştur. 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 bazı emtialarda arz sıkıntılarının görülmesiyle arz-talep dengesizliğinin oluşması ve tedarik zincirinde yaşanan aksamalar emtia fiyatlarını 2021 yılı üçüncü çeyreğinde arttıran unsurlar olmuştur. IMF Temel Emtia Fiyatları Endeksinde, 2019 yılı ilk çeyreğinden 2020 yılının son çeyreğine kadar negatif seyir

görüldükçe, 2020 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,4 oranında artış yaşanmıştır. 2021 yılı üçüncü çeyreğinde ise küresel ekonomik toparlanmayla bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 56,9 oranında artış kaydedilmiştir. Endeksin ana bileşenlerinden olan enerji emtiaları fiyat endeksi, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 114,8 oranında yükselmiştir. Bu gelişmede arz sıkıntıları ve taderik zincirindeki aksama kaynaklı oluşan enerji krizinin ham petrol, doğalgaz ve kömür fiyatlarında yaşanan artış belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, enerji dışı emtialar fiyat endeksinde aynı dönemde yüzde 26,4 oranında artış kaydedilmiştir.

**Grafik 5: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100)**



Kaynak: IMF

2021 yılı üçüncü çeyreğinde endüstriyel girdiler grubu fiyatlarında, ana metal fiyatlarında yaşanan değişimlere paralel olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 39,7 oranında artış kaydedilirken, bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık yüzde 5 oranında azalış kaydedilmiştir. Bu dönemde, küresel ölçekte açıklanan bazı makroekonomik verilerin beklentilerden iyi gelmesinin ekonomiye dair iyimserliği artırdığı ve Çin'in kömür piyasasına müdahalesiyle ana metallerde kısmi değer kayıplarının yaşandığı görülmüştür. **Ana metal fiyatları, salgının etkilerinin derinden hissedildiği Nisan 2020 döneminden itibaren yüzde 66,2 oranında artarken, 2021 yılı ikinci çeyreğine kıyasla yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 4,9 oranında azalmıştır.** Bu dönemde ikinci çeyreğe göre, Çin'in çelik üretimini sınırlandırması ile demir cevheri fiyatlarında gözlenen yüzde 17,9 oranında azalış ve Çin'de gayrimenkul sektöründe yaşanan kriz ile zayıflayan otomobil üretimi gibi faktörlerle yüzde 3,4 oranında gerileyen bakır fiyatları ana metal fiyatlarındaki seyrinde belirleyici olmuştur. Ancak, yine de salgın öncesi döneme kıyasla ana metal fiyatlarında ciddi artışlar görülmektedir. Ek olarak, IMF Ekim ayı Dünya Ekonomik Görünümü raporuna göre ana metal fiyatlarının 2021 yılında yüzde 57,7 oranında artacağı tahmin edilirken, 2022 yılında ise yüzde 1,5 oranında gerileyeceği öngörülmektedir.

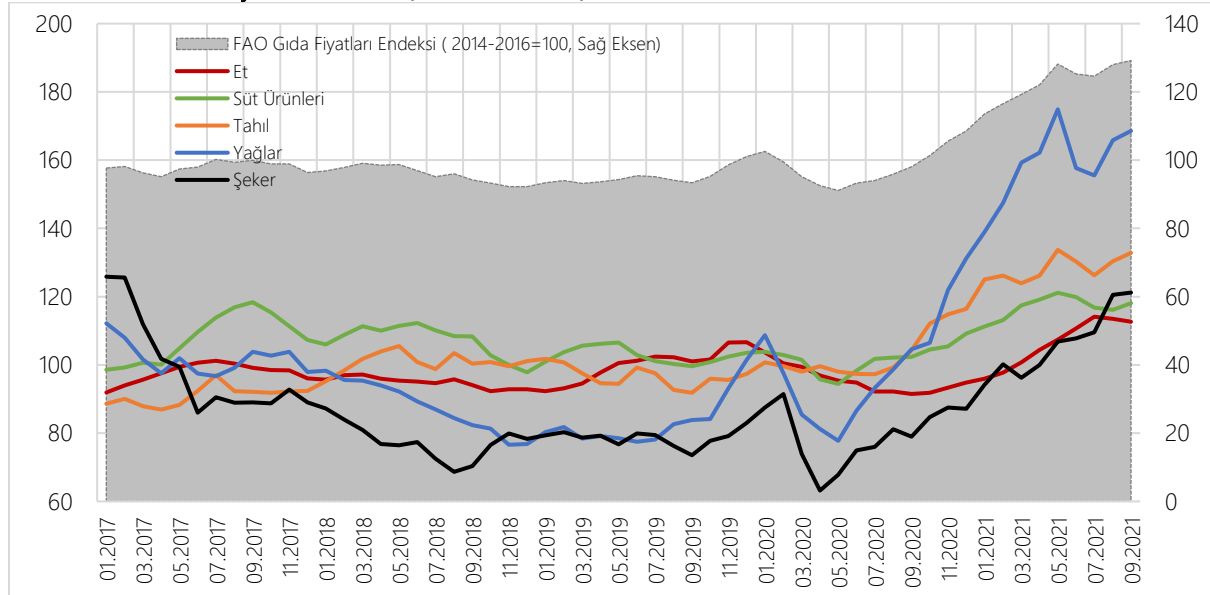
Ayrıca, alüminyum fiyatlarında gözlenen yukarı yönlü eğilim; Çin'de arz kısıtlarının derinleşmesi, girdi maliyetlerinde yaşanan artışlar ve küresel enerji arzı krizi gibi faktörlere bağlı olarak devam etmiş, yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 10 oranında artarak son 13 yılın en yüksek seviyesine gelmiştir. Dünya

Bankası raporuna göre demir ve bakır fiyatlarının 2021 yılsonunda yüzde 51 oranında artacağı tahmin edilirken, alüminyum fiyatlarının ise yüzde 50 oranında artacağı beklenmektedir.

Diğer taraftan, enerji dışı emtialar fiyat endeksinin alt endekslerinden olan kıymetli madenler grubu fiyatlarında 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 4,5 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 Mart ayı arasında yaklaşık yüzde 9,2 oranında azalmıştır. Söz konusu grubun ana alt endeksi olan altın 2021 yılı ikinci çeyreğinde 10 yıllık ABD hazine tahvillerinin getirisinin yükselmesiyle yatırımlar azalmış, FED'in varlık alımlarının azaltmaya yönelik açıklamaları, doların diğer para birimlerine karşı güçlenmesi ve Kovid-19 aşı haberlerinin iyimserliğinin geleceğe yönelik riskleri azaltması ile küresel ölçekte talep gerilemiştir. Bununla birlikte, merkez bankalarının altın alımlarını 2020 yılı ikinci yarısında özellikle dördüncü çeyrekte durdurması, altına olan talepteki daralmayı desteklemiş ve fiyatlarda yukarı yönlü artış eğilimini sınırlamıştır. IMF Ekim ayı raporuna göre altın fiyatlarının 2021 yılsonunda yüzde 5,1 oranında artacağı tahmin edilirken, 2022 yılında ise yüzde 0,2 artış ile yatay bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.

Enerji dışı emtialar fiyat endeksinin bir diğer alt grubu olan gıda ve içecekler grubu fiyatlarında, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 32,4 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.

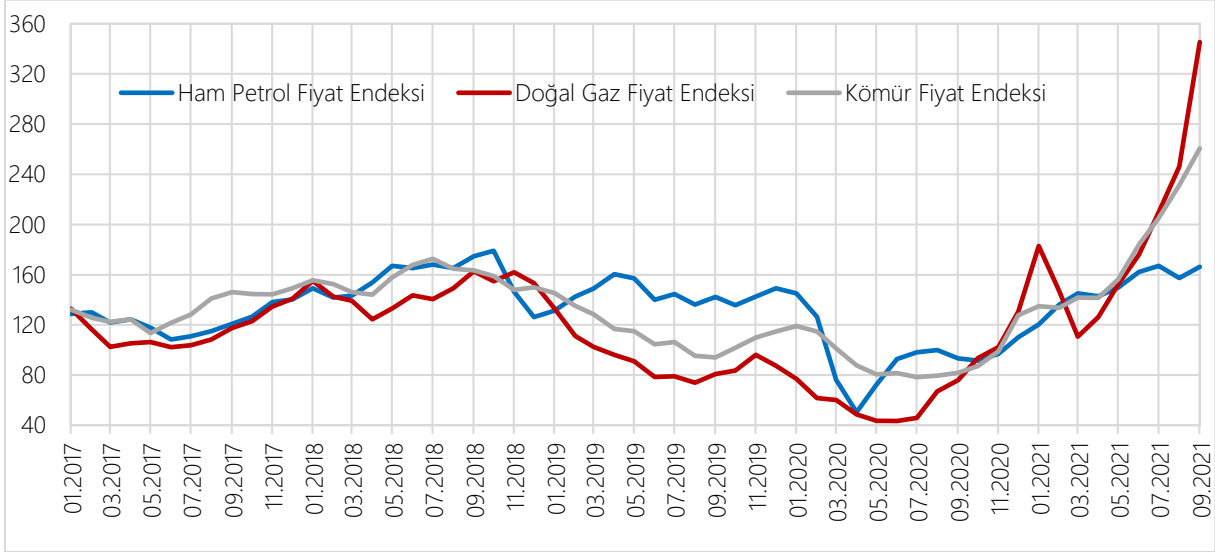
Grafik 6: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (2014-2016=100)



Kaynak: FAO

Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) Eylül 2021 Küresel Gıda Fiyat Endeksi Raporu'na göre küresel gıda fiyatlarında Eylül ayında yüzde 31,8 oranında artış kaydedilmiştir. Endeksin alt bileşenlerinde 2021 yılı ikinci çeyreğine kıyasla son dönemde genele yayılan fiyat artışları görülmekle birlikte şeker fiyatlarındaki arz yönlü sıkıntılar kaynaklı artış dikkat çekmektedir.

Grafik 7: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100)



Kaynak: IMF

2021 yılı üçüncü çeyreğinde enerji emtiaları fiyat endeksinde yılbaşından beri yaşanan artış eğilimi doğal gaz ve katı yakıt fiyatlarındaki ciddi yükseliş kaynaklı olarak devam etmiştir. Doğal gaz fiyatlarında geçtiğimiz 12 aylık dönem itibarıyla mevsimsel faktörler ve küresel ekonomik konjunktüre 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 sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) tüketicisi olan ülkelerde; Japonya, Çin ve Güney Kore’de, yaşanan çok düşük sıcaklıklar, LNG’ye olan talebi artırmış, LNG arz sıkıntısı meydana gelmiş ve bunun sonucunda fiyatlar son dönemlerde bir hayli yükselmiştir. Doğal gaz fiyat endeksi 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 324 oranında artarak Enerji Emtiaları Fiyat Endeksindeki artışın belirleyicisi olmuştur. Ayrıca, kömür fiyat endeksi ise aynı dönemde yüzde 190,9 oranında artarak enerji emtialarında yükselişin belirleyicilerinden bir diğeri olmuştur.

Ham petrol fiyatlarında, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 68,4 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 doğalgaz fiyatlarını artırması nedeniyle, elektrik üretiminde doğalgazın muadili olarak ham petrol stoklarının kullanılmaya başlamasının petrol talebini canlandırması ve Kovid-19’un yeni varyantlarının ortaya çıkması gibi faktörlerin birleşmesiyle Brent tipi ham petrol fiyatları 2021 yılı Eylül ayında varil başına ortalama 74 dolar seviyesine yükselmiş, Ekim ayı başında ise 80 doların üzerine çıkmıştır. Brent tipi ham petrol fiyatları 2019 yılı sonundan bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Petrol fiyatları Eylül ayı içerisinde OPEC+ üretim kısıntısı kararının alınamamasıyla ve talepteki canlanmayla varil başına ortalama 74 dolar seviyesine yükselmiştir.

EIA tarafından Ekim 2021’de yayımlanan Kısa Dönem Enerji Görünümü raporunda, OPEC+ ülkelerinin üretim kararları, iklim koşulları ve küresel ölçekte yaşanan enerji dar boğazları 2021 yılı üçüncü çeyreğinde petrol fiyatlarını etkileyen unsurlar olarak sıralanmıştır. Böylelikle, azalan ham petrol stoku

ve talepte yaşanabilecek canlanma ile Kovid-19 yeni varyantının petrol fiyatlarını baskılamasıyla 2021 yılı son çeyreğinde Brent petrolün varil başına fiyatının 81 Dolar seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Son dönemde ortaya çıkan Omicron varyantı ise petrol fiyatlarını 70 doların altına inmesinde etkili olan bir gelişme olmuştur. Petrol fiyatlarının 2021 yılı genelinde ortalama 70,60 dolar, 2022 yılında ise ortalama 70,05 dolar olacağı tahmin edilmektedir.

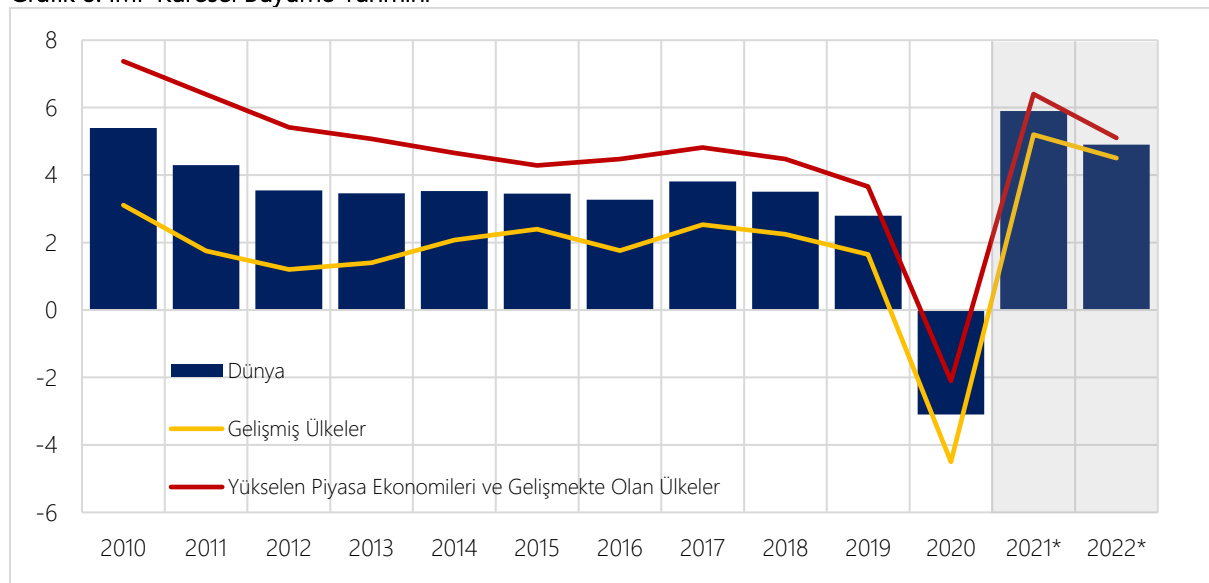
IMF'nin Dünya Ekonomik Görünümü Raporu Ekim ayı raporunda, 2020 yılında yüzde 32,7 oranında daralan enerji emtiaları fiyat endeksinin 2021 yılında yüzde 59,1 oranında artması, 2022 yılında yüzde 1,8 oranında azalması öngörülmektedir. Ayrıca, 2020 yılında yüzde 6,7 oranında artan enerji dışı emtialar fiyat endeksinin ise, 2021 yılında yüzde 26,7 artmasını, 2022 yılında yüzde 0,9 oranında daralmasını öngörülmektedir.

## 2.5 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri

Uluslararası kuruluşların tahminlerinde, küresel ekonomik görünüme ilişkin salgın kaynaklı yüksek belirsizlik ortamının halen devam ettiği belirtilmiştir. Kovid-19 aşısının yarattığı iyimser havanın küresel ekonomik aktivitenin yeniden toparlanacağı beklentileri ile Kovid-19'un yeni varyantlarının vaka sayılarını tekrardan artışa geçirmesi ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtlarının yol açacağı belirsizlik ortamının ekonomilerin yeniden toparlanmasının üzerinde risk faktörünün varlığı ön plana çıkmaktadır. Aşılamanın etkin ve hızlı bir şekilde yürütülmesi küresel ekonominin toparlanması için oldukça kritik olduğu belirtilmiştir. Ekonomik görünümün ülkelerin gelişmişlik düzeylerine ve dolayısıyla aşya erişim düzeyleriyle ilişkili olduğu görülmüş, bu durumun da toplumsal gelir adaletsizliğini bir üst seviyeye çıkardığı vurgulanmıştır.

IMF, Dünya Ekonomik Görünüm (WEO) 2021 yılı Ekim ayı güncellemesinde Ocak 2021 raporundaki 2020 yılı için küresel daralmaya ilişkin gerçekleşme tahminini 0,4 puan yükselterek yüzde -3,1 olarak revize etmiştir. Bu gelişmede, 2020 yılı ikinci yarısından itibaren salgın tedbirlerinin gevşetilmesiyle toparlanan ekonomik aktiviteyle büyüme beklentilerinden daha iyi performans sergileyen ekonomiler etkili olmuştur. Söz konusu raporda, 2021 yılı için küresel büyümede Temmuz 2021 raporundaki tahmini 0,1 puan aşağı yönlü revize ederek yüzde 5,9 olarak güncellemiş, 2022 yılı için ise küresel büyümenin yüzde 4,9 olarak gerçekleşeceğini tahmin etmiştir.

Grafik 8: IMF Küresel Büyüme Tahmini



Kaynak: IMF

IMF gelişmiş ekonomilerde 2021 yılı büyüme beklentilerini bir önceki rapora göre 0,4 puan aşağı yönde yüzde 5,2'ye revize etmiştir. Revizenin gelişmiş ekonomiler için, özellikle İtalya ve Fransa için, ek mali desteklerin sürdürülmesi ve aşya kolay erişim gibi sebeplerle daha büyük olduğu görülmektedir. Başlıca ülkelere ait büyüme tahminlerini ise ABD için yüzde 6; Japonya için yüzde 2,4; İngiltere için yüzde 6,8; Almanya için yüzde 3,1; Fransa için yüzde 6,3; İtalya için yüzde 5,8 ve İspanya için ise yüzde 5,7 olarak açıklanmıştır.

Tablo 2: 2021 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri

	Dünya Bankası (Haziran 2021)			IMF WEO (Aralık 2021)			OECD (Aralık 2021)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Büyüme	-3,5	5,6	4,3	-3,1	5,9	4,9	-3,4	5,6	4,5
Fiyat	1,6	-	-	2,7	4,8	3,4	1,5	3,5	4,2
Dış Ticaret Hacmi(*)	-8,3	8,3	6,3	-8,2	9,7	6,7	-8,4	9,3	4,9
İşsizlik	-	-	-	-	-	-	7,1	6,2	5,5

Kaynak: Dünya Bankası, IMF, OECD

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

IMF Yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkeler grubunda büyümenin 2021 yılında, bir önceki rapor dönemine kıyasla 0,1 puan yukarı yönlü revizyon ile yüzde 6,4 olacağını öngörmektedir. IMF, küresel ekonomik toparlanmada risklerin var olduğunu, en büyük riski ise aşılama gerekliliğinin sağlanamamasının oluşturduğunu vurgulamıştır. Son dönemde salgın kaynaklı benzeri görülmemiş fiyat baskıları ve arz-talep dengesinde yaşanan sorunlar nedeniyle yukarı yönlü fiyat oynaklıkları görülmüş, işsizlik düzeyinde de belığın bir kötüleşme oluşmuştur. Belirsizliğin yüksek seviyede süreceği varsayımıyla 2022 yılında enflasyonun salgın öncesi dönemine geri döneceği ancak, yükselen fiyatların gelişen ekonomilerde özellikle gıda fiyatlarında ciddi artışa sebep olacağı değerlendirilmiştir. Bu durumda, Merkez bankalarının enflasyonla mücadeleye öncelik vererek sıkı parasal duruştan kaçınmaları çağrısında bulunulmuştur. Politika uygulamalarını açık, şeffaf ve anlaşılır yapmaları enflasyon baskısından kurtulmak için büyük önem arz etmekte olduğu vurgulanmıştır. IMF, küresel enflasyonu 2021 yılında bir önceki rapor dönemine kıyasla 1,1 puan yukarı yönlü revize ederek yüzde 4,8, 2022 yılında ise 0,3 puan yukarı yönlü revize ederek yüzde 3,4 olarak tahmin etmektedir. Ayrıca, IMF tahminlerine göre, Dünya ticaret hacminin 2020 yılında bir önceki yıla kıyasla yüzde 8,2 seviyesinde gerileyeceği, 2021 yılında ise açılan ekonomilerde talep canlanmasıyla birlikte yüzde 9,7 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

OECD, Aralık 2021 tarihinde yayımlanan ekonomik görünüm raporunda küresel ekonomik görünümün salgın öncesi seviyelere yakınlaştığı ancak ülke grupları arasında farklılık gösterdiği vurgulanmıştır. 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 ülkelere yavaşlayan aşılama çalışmaları, yeni varyantların ortaya çıkmasıyla tekrardan kapanmalara gidilmesi gibi faktörler ekonomilerin büyümelerini sınırlandırıcı etki yapacağı vurgulanmıştır. Aralık 2021 raporunda, 2020 yılı genelinde yaşanan daralmanın yüzde 3,4 olacağı tahmin edilmektedir, 2021 yılında küresel GSYİH'nin yüzde 5,6, 2022 yılında ise yüzde 4,5 oranında yükseleceği öngörülmektedir.

Küresel görünümün yılın ilk çeyreğinde salgın öncesi döneme yakınsadığı belirtilmiş ancak, 2022 yılı sonuna kadar belirsizliğin sürebileceği vurgulanmıştır.

OECD tahminlerine göre, fiyatlar genel seviyesinin 2021 yılında açılan ekonomilerdeki talep canlanmasının yanı sıra küresel ölçekte yaşanan arz kısıntıları nedeniyle yüzde 3,5 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Raporda, 2021 yılı ikinci yarısından itibaren artan küresel talep ile bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıntıları emtia fiyatlarını tarihi seviyelere yükselttiği, dolayısıyla bu durumun 2021 yılı son çeyreğinde enflasyon sorununun küresel ölçekte toparlanma yolunda büyük bir risk unsuru olarak ön plana çıktığı değerlendirilmektedir. Artan enflasyon baskısının az gelişmiş ülkeler üzerinde çok daha yıkıcı etkilere sebep olsa da küresel ölçekte iktisadi faaliyeti sekteye uğratabileceği tahmin edilmektedir.

Ayrıca, söz konusu raporda 2020 yılı için yüzde 7,1 olarak açıklanan işsizlik oranının 2021 yılında yüzde 6,2 seviyesine düşeceği tahmin edilmiştir.

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, 2020 yılında yüzde 8,4 oranında daralan küresel reel ticaret hacminin, 2021 yılında aşının yaygın kullanımı ile azalan vaka sayılarının dış ticareti canlandıracağı beklentisiyle yüzde 9,3 oranında artacağı beklenmektedir.



### 3 Bölgesel Görünüm

#### 3.1 Gelişmiş Ekonomiler

IMF, 2021 yılı büyüme beklentilerini büyük ölçüde ABD'ye (kısmen arz kesintilerini yansıtan ikinci çeyrekteki büyük stok düşüşleri ve tüketimdeki artış hızının yavaşlaması nedeniyle), Almanya'ya (kısmen üretim çıktısı üzerinde baskı oluşturan temel girdi kıtlığı nedeniyle) ve Japonya'ya (virüs yayılımı mevcut dalgada rekor seviyeye ulaştığı için Temmuz-Eylül ayları arasındaki dördüncü Olağanüstü Hal'in etkisini yansıtan) yapılan not indirimlerini yansıtarak Temmuz tahminine kıyasla aşağı yönlü revize etmiştir. ABD görünümü, yakın zamanda Senato tarafından kabul edilen altyapı tasarısını ve sosyal güvenlik ağını güçlendirmeyi öngören, önümüzdeki 10 yıl içinde yaklaşık 4 trilyon dolarlık harcamaya eşdeğer bir yasayı içermektedir. Temel ayrıca, AB ekonomileri için beklenen yeni nesil Avrupa Birliği hibelerini ve kredilerini de içermektedir. Gelişmiş ekonomilerde aşılama ilerledikçe gelecek yılın ilk yarısında güçlü toparlanma beklentisi nedeniyle, 2022 yılı büyüme tahmininde yukarı yönlü bir revizyon yapılmıştır.

ABD ekonomisi, Ekonomik Analiz Bürosu tarafından yayınlanan üçüncü GSYH tahminine göre, 2021 yılı ikinci çeyrekte yüzde 6,7 oranında büyürken 2021 yılı üçüncü çeyrekte yüzde 2,3<sup>3</sup> oranında büyüme kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte reel GSYH'daki yavaşlamada tüketici harcamalarındaki yavaşlama belirleyici olmuştur. Kovid-19 vakalarının yeniden canlanması, ülkenin bazı bölgelerinde işletmelerin yeniden açılmasında yeni kısıtlamalara ve gecikmelere neden olmuştur. Ayrıca, işletmelere sağlanan krediler, eyalet ve yönetimlere verilen hibeler ve hanehalkına yönelik sosyal yardımlar şeklindeki devlet yardım ödemeleri azalmıştır. Yıllık bazda ise ABD ekonomisi, 2021 yılı ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 12,6 oranında artış gösterirken, üçüncü çeyrekte yüzde 4,7<sup>4</sup> oranında büyüme kaydetmiştir.

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.

ABD'de sanayi üretim endeksi ve kapasite kullanım oranı Temmuz ayında yükselirken Ağustos ayından itibaren düşüşe geçerken her iki göstergenin de ortalama değeri bir önceki çeyreğe göre artmıştır. 2021 yılı Temmuz ayında imalat PMI endeksi artmış, ancak Ağustos ve Eylül aylarında düşüşe geçmiştir. Hizmet PMI endeksi ise Haziran ayında başlayan düşüşüne devam ederek Eylül ayında 45,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

---

<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

Grafik 9: ABD Ekonomisine ilişkin Göstergeler



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

**İşgücü piyasası üçüncü çeyrekte toparlanmaya devam etmiştir.** Temmuz ayında yüzde 5,4, Ağustos ayında ise yüzde 5,2 seviyesinde olan işsizlik oranı, Eylül ayında yüzde 4,8'e gerilemiştir. Birçok kişinin işgücünden ayrılması ve İda Kasırgası ile delta varyantının yaz artışının olumsuz etkilerinin azalmaya başlamasıyla birlikte Mart 2020'den bu yana en düşük oran olmuştur. Yine de işsizlik oranı, devam eden işgücü arzındaki kıtlık nedeniyle kriz öncesi yaklaşık yüzde 3,5 seviyesinin oldukça üzerinde seyretmektedir. Ayrıca, yukarıdaki grafikten görüleceği üzere, işsizlik oranı Temmuz ve Ağustos aylarında son 5 yıl ortalamasının üzerinde seyrederken, Eylül ayında ortalama altında gerçekleşmiştir.

**Avro Bölgesi, 2021 yılı ikinci çeyrekte yüzde 2,2 oranında büyürken; Avrupa Birliği İstatistik Ofisi (Eurostat) tarafından yayınlanan tahmine göre, 2021 yılı üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 2,2<sup>5</sup> oranında büyümeye kaydetmiştir.** Avro Bölgesi ekonomisi yıllık bazda ise, 2021 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 14,7 oranında rekor büyümenin ardından 2021 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 3,9 oranında büyümeye kaydetmiştir<sup>6</sup>. Özel tüketim, kıtanın bazı bölgelerindeki kapanmaların ardından yeniden açılmasıyla büyümeye en büyük katkıyı yapmıştır.

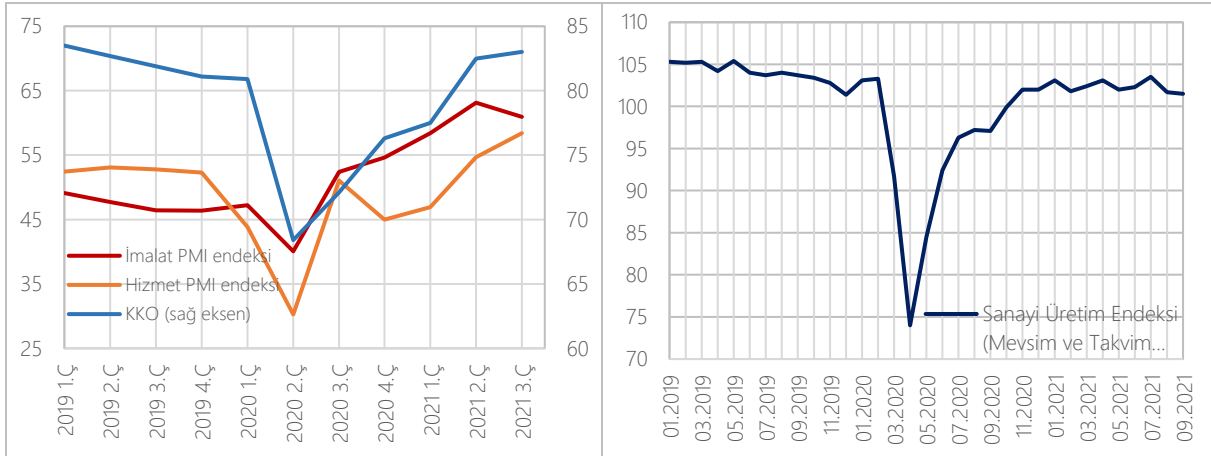
**50 kritik eşğin üzerinde seyreden imalat PMI endeksi 2021 yılı üçüncü çeyrekte düşüşe geçmiştir.** Hizmet sektörü PMI endeksi ise üçüncü çeyrekte artmaya devam etmiş ve sektördeki toparlanmanın sürdüğüne işaret etmiştir.

<sup>5</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış

<sup>6</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmamış

Grafikten görüleceği üzere AB genelinde kapasite kullanım oranı 2021 ikinci çeyrekte yüzde 82,5 iken, 2021 yılı üçüncü çeyrekte artarak yüzde 83'e ulaşmıştır. AB sanayi üretim endeksi ise üçüncü çeyrekte düşüşe devam etmiştir.

Grafik 10: AB Ekonomisine ilişkin Göstergeler



Kaynak: Bloomberg, Eurostat

2021 yılı üçüncü çeyrekte işsizlik oranı bir önceki çeyreğe göre düşerken, Eylül ayı işsizlik oranı yüzde 7,4 ile 2021 yılı Nisan ayından itibaren en düşük seviyeye gerilemiştir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi, Pandemi Acil Durum Alım Programı (PEPP) kapsamında en az 2022 yılı Mart ayı sonuna kadar olmak koşuluyla, Kovid-19 krizinin bittiğine karar verene kadar, toplam 1.850 milyar avro miktarında net varlık alımı yapmaya devam edileceğini yinelemiş; ancak önceki iki çeyreğe göre daha düşük bir net varlık alım hızıyla uygun finansman koşullarının korunabileceğine karar vermiştir. Ayrıca konsey, PEPP kapsamında satın alınan vadesi gelmiş menkul kıymetlerin anapara ödemelerinin en azından 2023'ün sonuna kadar yeniden yatırıma devam edilmesine devam edeceğini bildirmiştir. Ek olarak, 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. Konsey, enflasyon görünümünün tahmin dönemi içinde yüzde 2'ye yeterince yakın ancak bunun altında bir seviyeye kararlı bir şekilde yakınlaştığını görene kadar ECB ana faiz oranlarının mevcut veya daha düşük seviyelerde kalacağını öngörmektedir.

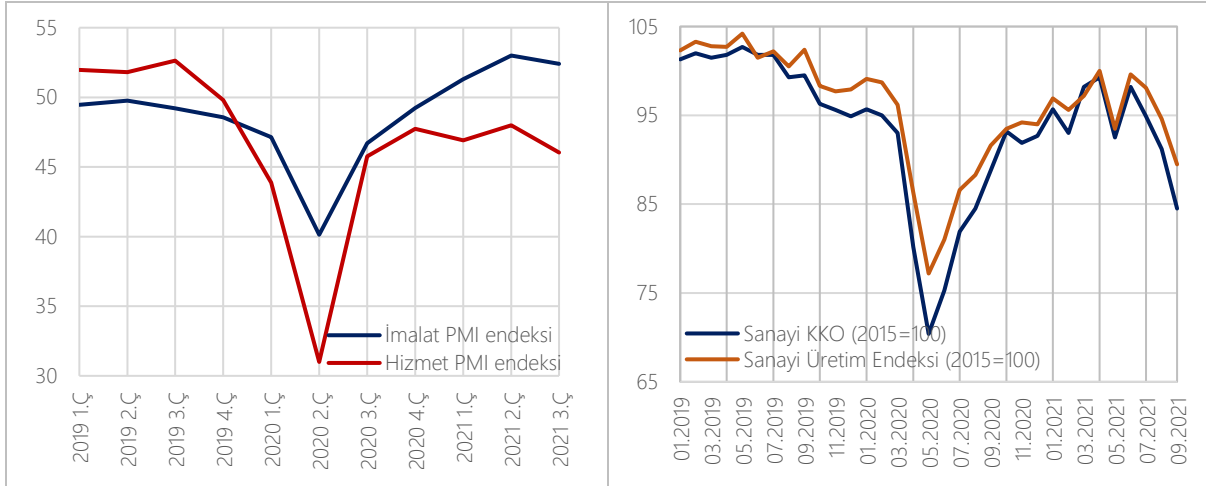
Japonya ekonomisi üçüncü çeyrekte Kovid-19 kısıtlamaları ve büyük üreticileri vuran tedarik zinciri krizi etkisiyle yüzde 3,6 oranında küçülmüştür<sup>7</sup>. Bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,9 oranında daralarak G7 ülkeleri arasında üçüncü çeyrekte tek küçülen ekonomi olmuştur<sup>8</sup>.

Japonya olağanüstü hali kaldırmış ve 21 Haziran'dan 11 Temmuz'a kadar Tokyo, Osaka, Kyoto, Hyogo, Aichi, Hokkaido ve Fukuoka için öncelikli önleyici tedbirler almıştır. Okinawa için olağanüstü hal; Kanagawa, Saitama ve Chiba için ise alınan önlemler 11 Temmuz'a kadar uzatılmıştır.

<sup>7</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış, SAAR

<sup>8</sup> Mevsim etkilerinden arındırılmış

Grafik 11: Japonya Ekonomisine ilişkin Göstergeler



Kaynak: Bloomberg

Japonya'da ikinci çeyrekte ortalama 3,0 seviyesinde seyreden işsizlik oranı, üçüncü çeyrekte yüzde 2,8'e düşmüştür.

Japonya Merkez Bankası (BoJ), Kovid-19'un olumsuz etkilerine karşı ilan ettiği Finansman Destek Programı kapsamında varlık alımlarına devam edeceğini açıklamıştır. 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 sınıf koymamaya devam edeceğini açıklamıştır. Ayrıca Mart 2022'nin sonuna kadar toplamda yaklaşık 20 trilyon yen tutarında üst limitli finansman bonosu ve şirket tahvili satın alacağını yinelemiştir.

2021 yılı üçüncü çeyrekte imalat ve hizmet PMI endeksleri düşmüştür. İmalat PMI endeksi 50 kritik seviyenin üzerinde iken, hizmet PMI endeksi ise eşik değerinin altında seyretmeye devam etmektedir. Sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları ise Temmuz ayından itibaren düşüşe geçmiştir. Sanayi üretim endeksi son 13 ay içerisindeki en düşük değerine gerilemiş, kapasite kullanım oranı ise 2020 yılı Ağustos ayındaki değerine düşmüştür.

### 3.2 Gelişmekte olan Ekonomiler

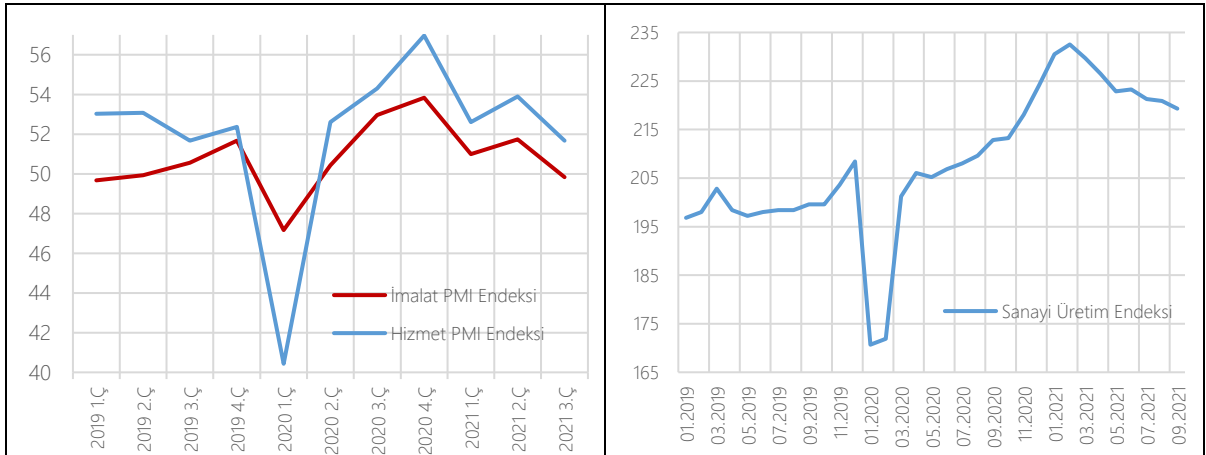
Çin ekonomisi, 2021'in üçüncü çeyreğinde, yurt içi ve yurt dışı risklerdeki artış nedeniyle hız keserek bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,9 oranında büyümüştür. Kömür fiyatlarındaki artış ve elektrik arzındaki sorunlar yerel yetkilileri elektrik kesintilerine sevk ettiğinden birçok fabrika Eylül ayı sonlarında üretimi durdurmak zorunda kalmıştır. Yoğun elektrik kesintileri ile birlikte ağır Kovid-19 kısıtlamaları hem üretimi hem de tüketici harcamalarını zayıflatmıştır. Sıkı kredi koşulları yatırım faaliyetlerini baskılayarak işletmelerin gelecekteki projelere yatırım kararlarında daha az istekli davranmalarına yol açmıştır. Ulusal İstatistik Bürosu verilerine göre, yılın ilk üç çeyreği için sabit varlık yatırımı beklenenden daha zayıf gelmiştir. Artan emtia fiyatları ve emlak sektöründeki borç krizi yukarıda bahsi geçen zorluklarla birleşerek Çin ekonomisinin, geçen yılın üçüncü çeyreğinden bu yana en düşük büyüme rakamını kaydetmesine neden olmuştur. Ayrıca, IMF'nin Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda Çin'in 2021 yılındaki büyüme oranı tahmini, Temmuz ayındaki bir önceki rapora göre 0,1 puan düşürülerek yüzde 8 olarak revize edilmiştir.

Çin'de sanayi üretimi, Ağustos ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5,3 oranında büyümüştür. Kovid-19 önlemleri, yarı iletken kıtlıkları ve yüksek çevre kirliliğini kontrol etmeye yönelik

önlemler dolayısıyla hem imalat hem de kamu hizmeti yapan kuruluşlar için üretimin yavaşlaması, Temmuz 2020'den bu yana sanayi üretimindeki en zayıf artışa işaret etmiştir. Eylül ayına gelindiğinde ise, kömür kıtlığının tetiklediği enerji tayınlaması ve çeşitli endüstrilerdeki çevresel kısıtlamalar nedeniyle sanayi üretimindeki artış yüzde 3,1 ile geçen yılın Mart ayından bu yana kaydedilen en düşük seviyede gerçekleşmiştir.

**Çin'in perakende ticareti, bir önceki aydaki yüzde 2,5 oranındaki artışın ardından Eylül ayında yıllık yüzde 4,4 artmıştır.** Bazı eyaletlerde yeniden ortaya çıkan Kovid-19 salgınının kontrol altına alınmasının ardından tüketicinin güçlenmesiyle perakende satışların toparlanma kaydettiği anlaşılmaktadır. Telekom, ev aletleri, mobilya ve yapı malzemeleri dahil olmak üzere çoğu sektörün satışlarında büyüme gözlenmiştir. Caixin Çin İmalat PMI, Ağustos'ta, vaka sayılarındaki artış ve tedarik zinciri aksamaları dolayısıyla, eşik değeri olan 50 seviyesinin altına gerileyerek Nisan 2020'den bu yana özel sektör faaliyetlerindeki ilk daralmaya işaret etmiştir. Hükümetin, salgının kontrolünde "sıfır tolerans" politikası ve temiz enerjiye geçiş sürecinin beraberinde getirmiş olduğu sınırlı kömür arzı, üretim hatlarının kapanmasına ve fabrikalarda üretimin durmasına yol açmıştır. Diğer taraftan, Eylül ayında söz konusu endeks eşik değeri seviyesinde gerçekleşmiştir.

**Grafik 12: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi**



Kaynak: Bloomberg, CPB

**Bütün bunlara rağmen, Çin'in ihracatı, 2021'in üçüncü çeyreğinde beklentilerin çok üstünde gerçekleşmiştir.** Artan küresel talep, fabrikaların faaliyetlerini durdurmaya zorlayan elektrik kesintilerinin ekonomi üzerindeki baskısını ve özellikle ihracat noktalarında yeniden ortaya çıkan vakaların olumsuz etkilerini dengelemiştir. Çin'in ihracat değeri, yılın üçüncü çeyreğinde yıllık yüzde 24,4 oranında büyüme sergileyerek 882,7 milyar ABD doları değerine ulaşmıştır. Yüksek küresel talep emtia fiyatlarındaki artışla birleştiğinde, Çin için sorunlu bir dönemde ihracat değerinin büyümesine olanak tanımıştır. Diğer taraftan, Eylül ayındaki çevresel kısıtlamalar ve inşaat sektörünün faaliyetlerinin hız kesmesi, yarı iletken sevkiyatlarının ve endüstriyel metallerin ithalat hacimlerinin düşmesine neden olarak ithalat büyümesinin beklenenden az gerçekleşmesine neden olmuştur. Böylelikle, Çin'in ticaret fazlası, bir önceki yılın aynı ayındaki 35,3 milyar ABD dolarından, Eylül 2021'de 66,8 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

**Ham madde fiyatlarındaki yükseliş trendi, girdi maliyetlerini artırarak beraberinde üretici fiyat endeksini üst üste dokuzuncu ayda da artırmıştır.** Çin Ulusal İstatistik Bürosu'na göre, fabrika çıkış

fiyatları olarak da bilinen üretici fiyat endeksi, bu yılın başından beri hızla yükselmektedir. Eylül ayında yıllık yüzde 10,7 oranındaki artışla Ekim 1996'da verilerin rapor edilmeye başlanmasından bu yana kaydedilen en yüksek artış oranı olmuştur. Diğer yandan, görece zayıf seyreden yurt içi talep tüketici fiyatları endeksinde sınırlı oranda bir artışa neden olmuştur.

**Çin Merkez Bankası (PBoC), salgının ilk dönemlerinden itibaren bankacılık sistemindeki likiditeyi artırmış ve seçilen şirketler için daha düşük faiz oranlarına karşı daha fazla borç verme kapasitesi yaratmıştır.** Banka, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde, kurumsal ve hanehalkı kredileri için gösterge faiz oranlarını Eylül ayı düzeltmesinde on yedinci ayda da sabit tutmuştur.

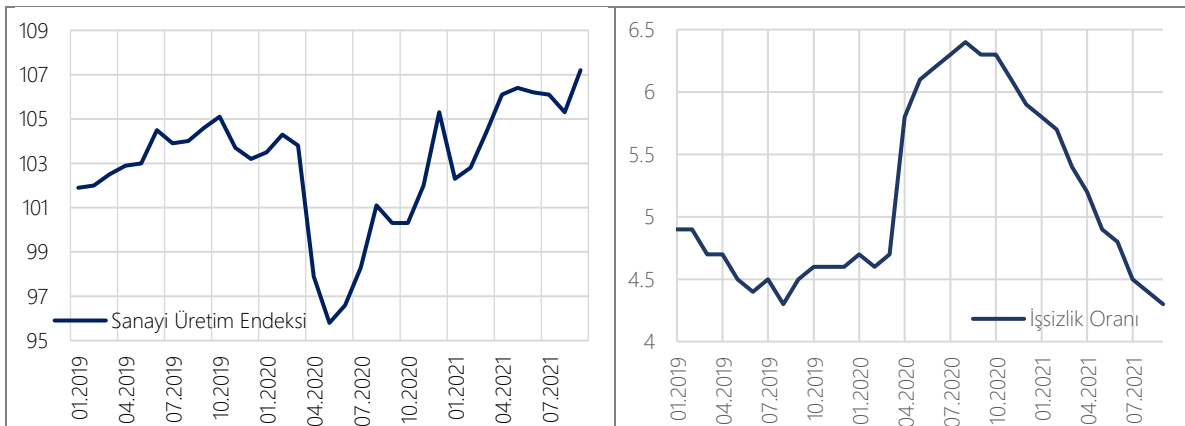
**Rusya'da Kovid-19 vaka sayıları, Eylül ayı itibarıyla tekrar yükselişe geçmiştir.** Kötüleşen epidemiyolojik durum dolayısıyla bazı bölgelerde, yetkililer, halka açık etkinliklerde QR kodu uygulaması ve uzaktan eğitim gibi kısıtlayıcı önlemleri yeniden başlatmışlardır.

**Rusya, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,3 oranında büyümüştür.** Kovid-19 salgınının yol açtığı düşük baz etkisinin yok olmaya başlamasıyla beraber büyüme hızının gerileme kaydettiği gözlenmiştir. Yine de, Rus ekonomisi, küresel emtia fiyatlarındaki artışın etkisiyle pandemi öncesi seviyelerini yakalamıştır. IMF'nin Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda Rusya'nın 2021 yılındaki büyüme oranı tahmini, Temmuz ayındaki bir önceki rapora göre 0,3 puan yükseltilecek şekilde yüzde 4,7 olarak revize edilmiştir.

**2021 yılının ilk sekiz ayında Rusya'nın ödemeler dengesi cari fazlası, bir önceki yılın neredeyse üç katı olan 69,7 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.** Petrol, petrol ürünleri ve doğalgaz satışlarından destek bulan mal ihracatı, üçüncü çeyrekte 134,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Böylelikle, iç talebin toparlanmasına bağlı olarak güçlü bir şekilde büyüme kaydeden ithalata rağmen, cari hesap fazlası, yükselen doğalgaz fiyatları ve güçlü petrol dışı ihracat performansı sayesinde sekiz yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır.

**Rusya'da sanayi üretimi, Eylül ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 6,8 oranında artmıştır.** Hammaddelerin çıkarılması ve imalat sektörlerindeki güçlü ivmelenme ile desteklenen endüstriyel faaliyetlerdeki büyüme art arda yedinci aya ulaşmıştır. Öte yandan, Ağustos ve Eylül aylarında IHS Markit Rusya İmalat PMI endeksi sırasıyla 46,5 ve 49,8 olarak gerçekleşerek 50 eşik değerinin altında kalmış ve sektörde üst üste dört ay aralıksız daralmaya işaret etmiştir.

**Grafik 13: Rusya Sanayi Üretim Endeksi ve İşsizlik Oranı**



Kaynak: Bloomberg

2021 Eylül ayında, ruble ABD doları karşısında bir önceki aya göre yüzde 0,5 değer kazanmıştır. Yeni yaptırımların olası uygulamasına ilişkin artan endişelere rağmen, Rusya'nın güçlü dış performansı, rublenin Eylül ayında hafif değerlenmesini desteklemiş ve bu sayede diğer yükselen piyasa ekonomileri para birimlerinden daha iyi performans sergilemiştir.

Rusya'nın yıllık enflasyon oranı, Ağustos ayındaki yüzde 6,7'den Eylül ayında yüzde 7,4'e yükselerek Haziran 2016'dan bu yana en yüksek artış oranını kaydetmiştir. Bazı alt kalemlerin fiyatlarındaki artış gıda enflasyonunu tetikleyerek tüketici fiyat endeksindeki bu ivmelenmeye neden olmuştur. Devam eden arz darboğazları ve yüksek küresel emtia fiyatları ile birleşen toparlanan talep, gıda fiyatlarını yükselten unsurlar olmuştur. Rusya Merkez Bankası, hedefin üzerinde enflasyonla mücadele etmek için Eylül toplantısında, gösterge faiz oranını yüzde 6,75 seviyesine yükselterek 25 baz puanlık artışa gitmiştir. Banka ayrıca, kurdaki değer kaybının ve gıda fiyatlarındaki artışların ardından enflasyon beklentilerinin bozulduğuna işaret ederek para politikasını sıkılaştırmaya devam edeceğini belirtmiştir.

Brezilya'da büyüme, dış ticaret hadlerindeki iyileşme, özel sektör kredi büyümesindeki güçlü artışlar ve gelişmekte olan piyasalar içindeki en büyük destek paketlerinden birinin uygulanmasıyla (yalnızca nakit transferleri 2020 yılı GSYH'sının yüzde 4'üne varan) pandemi öncesi seviyelerine geri dönmüştür. Artan aşılama oranları da büyüme oranında beklenen iyileşmeye katkı sağlayacaktır. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde GSYH, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4 büyürken bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,1 gerilemiştir. Tarım sektöründe yüzde 8 oranındaki düşüş bu gerilemede belirleyici olmuştur.

Brezilya ekonomisinde yüksek işsizlik oranları, yoksulluk ve artan enflasyonist baskılar orta vadede temel sorunlar olarak öne çıkmaktadır. Nitekim, ekonomiye ilişkin tahminler, artan faiz oranları nedeniyle aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu çerçevede, Brezilya Ekonomi Bakanlığı, GSYH büyümesini 2021 yılı için yüzde 5,3'ten yüzde 5,1'e, 2020 yılı için yüzde 2,5'ten yüzde 2,1'e düşürmüştür. Öte yandan, enflasyon tahmini 2021 yılı için yüzde 9,7'ye, 2022 yılı için yüzde 4,7'ye revize edilmiştir.

Merkez Bankası artan tüketici fiyatları ve enflasyon beklentilerindeki bozulma nedeniyle, Eylül ayında politika faizini 100 baz puan artırarak yüzde 6,25 seviyesine çıkarmış ve aynı büyüklükteki faiz artırımlarının devam edeceği sinyalini vermiştir.

## 4 İstikrar Görünümü

### 4.1 Risk Görünümü

**Virüs varyantları küresel ekonomik toparlanma açısından önemli risk faktörüdür.** Henüz delta varyantı ile ilgili endişeler ortadan tamamen kaybolmamasına rağmen, bilim insanları tarafından Kovid-19'un daha çok bulaşıcı ve daha az ölümcül bir varyantı olduğu ifade edilen omikron, küresel salgında yeni baskın tür olarak görülmektedir. Bu arada küresel düzeyde aşılama oranlarının artmasına rağmen, hala aşıya erişimi zayıf ülkeler bulunmakta ve aşılama oranı yüksek ülkelerde hatırlatıcı doz uygulamaları arzulan hızda ilerlememektedir. Bu nedenle omikron ve olası yeni varyantların yaygın sağlık krizine yol açması ihtimali göz ardı edilmemektedir. Hatırlatıcı dozların etkinliği de henüz net değildir. Ayrıca daha düşük olasılık olmakla birlikte, mücadele etmesi daha güç olan ilave varyantlar oluşursa ve aşı güncellenmesinin de gerekli olması durumunda, küresel toparlanmada beklenmedik yavaşlama görülebilir. Söz konusu kötümser senaryoda daha zayıf talep, işgücü piyasasında bozulma ve olası arz sorunları meydana gelebilir ki bu durum salgının başlangıcına benzer etkiler yaratabilir.

**Politika yapıcılar, salgının olumsuz etkilerine yönelik alınan tedbirlerin sonuçları ve artan enflasyon riskleri arasında denge kuran yaklaşımları zorluklarla dolu bir patikada yürütmektedirler.** Başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerin uyguladığı mali destekler tüm dünya üzerinde görece zayıf seyreden "rezerv para" birimleri nedeniyle yansımaları yol açmıştır. Büyük ölçekli ve gelişmiş ekonomilerin genişlemeci teşvikleri, söz konusu ülke grupları ile gelişen piyasalar arasındaki ayrışmayı beslemektedir. Ancak başta gelişmiş ekonomilerde olmak üzere bu tür desteklerin ne kadar devam edeceği veya bu politikalara ne kadar bağlı kalınacağı belirsizlikleri de içerisinde barındırmaktadır. Olası varyantlar ve ekonomilerin kısıtlanması ve sosyal temasın azaltılması riski destekleyici politikaların devamı konusunda karar alıcıları istekli olmaya teşvik ederken, karşılığında alınan kalıcı enflasyon riski ise genişlemeci politikalarından çıkışı stratejisini sürekli gündemde tutmaktadır.

**Küresel düzeyde geçici olma ihtimali giderek azalan enflasyonist riskler bulunmaktadır.** Salgın öncesinde 2021'de yıllık yüzde 2 civarında seyretmesi beklenen ABD enflasyonu, yüzde 6,8 ile son 40 yılın en yüksek seviyesine yükselmiştir. Benzer tespitleri diğer gelişmiş ekonomiler olan İngiltere, Almanya ve İspanya için de yapmak mümkündür. Söz konusu ülkelerdeki enflasyon ivmelenmesi çoğunlukla enerji ve gıda fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanmıştır. Genel olarak bakıldığında enflasyon bölgesel ve küresel olarak hız kazanma eğilimindedir. ABD'de zaten hızlı bir şekilde yükselen ücretler daha da yükselebilir. Rusya ile Ukrayna arasındaki gerilim, gaz fiyatlarının yükselmesine neden olabilir. İklim değişikliğinin daha yıkıcı hava olayları getirmesiyle birlikte gıda fiyatları artmaya devam edebilir. Bu durum, para politikası oluşturan otoritelerde ve finansal piyasalarda risk artışı olarak değerlendirilmektedir.

**Küresel finansal piyasalar ABD Fed etkisinde kalabilir.** 2013 yılında ABD Fed'in varlık alımı azaltımı (*taper tantrum*) ve sözlü yönlendirmesi özellikle gelişen piyasalarda çalkantılara yol açmıştı. Bu durum Fed'in sıkılaştırma adımları atması halinde bir küresel piyasaların sıkıntıya girebileceğini düşündürmektedir. Her ne kadar Fed ılımlı mesajlarla piyasaları ve küresel finansal sistemi sarsmadan bu süreci yönetmeyi planlasa da, yatırımcıların sakin kalacağını ve dalgalanmanın sınırlı olacağını garanti bulunmamaktadır. Nitekim bu sefer risklere ek olarak, yüksek varlık fiyatları daha belirgindir. ABD S&P 500 Endeksinin balon bölgesine yakın olduğu düşünülmekte ve hızla artan ev fiyatları, konut piyasasındaki risklerinin 2008'deki krizden bu yana her zamankinden daha büyük olduğunu göstermektedir. Bu kapsamda Fed'in 2022'de varlık azaltımına ilave olarak üç faiz artışı yapması ve politika faizinin yüzde 2,5'e ulaşması halinde; gelişmekte olan piyasalar için bir acil iniş gündeme

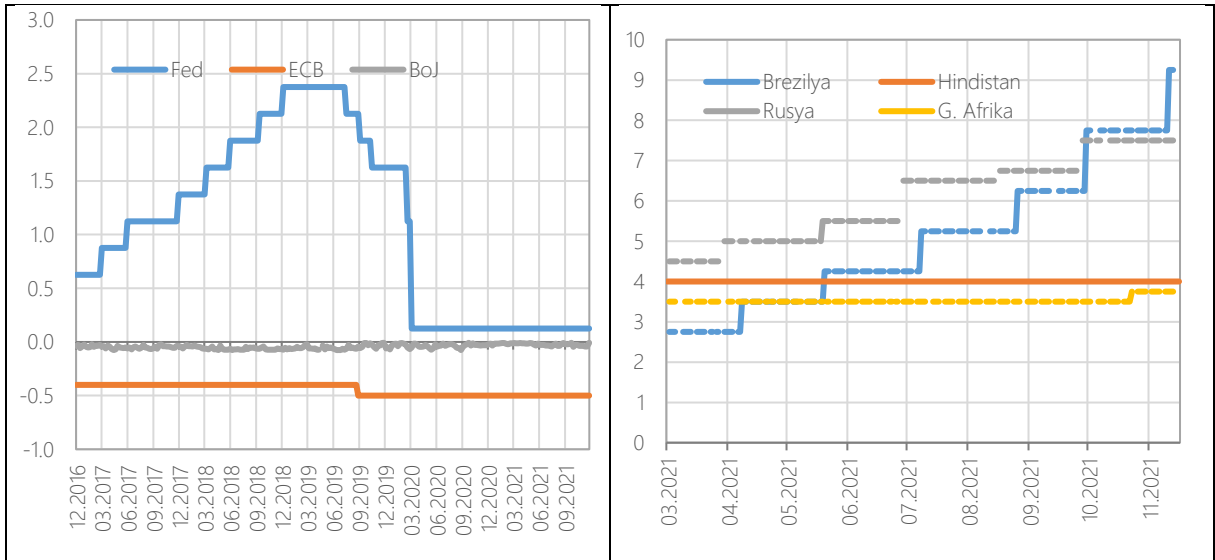


gelebilir. Daha yüksek ABD faiz oranları tarihsel olarak doların değerini artırmakta ve gelişmekte olan ekonomilerde sermaye çıkışlarını ve bazen de para krizlerini tetikleyebilmektedir. Aynı zamanda başta ABD olmak üzere küresel ekonomi durgunluk riskiyle karşı karşıya kalabilir.

**Çin'in emlak piyasası sorunları ve salgın küresel büyüme için önemli risk kaynağı teşkil etmektedir.** Çinli emlak şirketi Evergrande bir süredir küresel düzeyde yükümlülüklerini zamanında yerine getirememektedir. 300 milyar dolar borcu bulunan Çinli Evergrande şirketinin finansal istikrarı bozabileceğine yönelik endişeler küresel pay piyasalarında satış baskısını beraberinde getirdi. Nitekim 2021'in üçüncü çeyreğinde Çin ekonomisi yavaşlama noktasına gelmiştir. Emlak sektöründeki Evergrande olayının birikmiş etkileri, tekrarlanan Kovid kısıtlamaları ve enerji kıtlığı, bir önceki çeyreğe göre ekonomik büyümeyi yüzde 0,2'ye kadar düşürmüştür. Çin'in sıfır Kovid stratejisi, omikron varyantı kısıtlamaları anlamına gelebilir ve talebin zayıf olması ve finansmanın kısıtlı olması nedeniyle, Çin ekonomisinin yaklaşık yüzde 25'ini oluşturan emlak piyasasının daha da düşmesine yol açabilir.

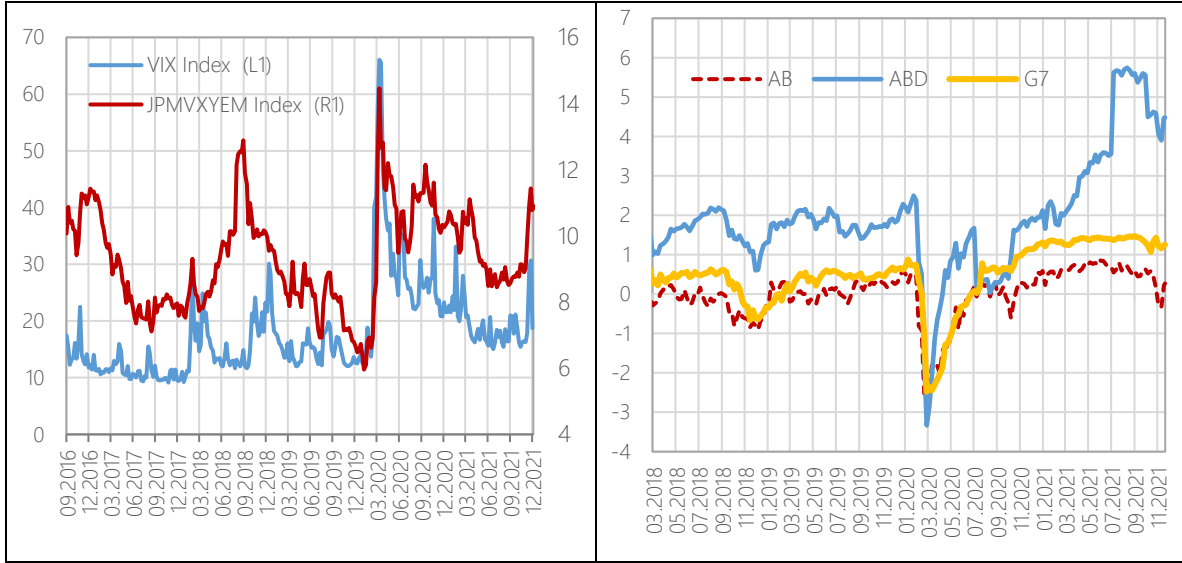
**Diğer riskler arasında ticari, politik ve bölgesel gelişmeler ön plana çıkmaktadır.** ABD –Çin eksenli ticaret gerilimleri devam etmektedir. Brexit sürecinde İngiltere ve AB arasında Kuzey İrlanda Protokolü çerçevesinde ortaya çıkan sorunlar, Fransa'da seçimlerin yaklaşması ve aşırı sağın yükselişi Avrupa'da politik bunalımları besleyebilir. Avrupa Merkez Bankasının desteği ile sağlanan düşük borçlanma maliyetlerinden kaynaklanan dayanışma giderek zayıflayabilir. Olumsuz iklim koşulları ve yüksek gıda fiyatları sosyal huzursuzlukları besleyebilir. Ukrayna- Rusya ile Çin-Tayvan arasındaki gerilimler, küresel büyüme ortamı açısından dikkatle izlenmektedir.

**Grafik 14: Seçilmiş Ülkelerde Efektif Politika Faiz Oranları**



Kaynak: Bloomberg

Grafik 15: Risk (VIX ve VXYEM) ve Finansal Durum Endeksleri

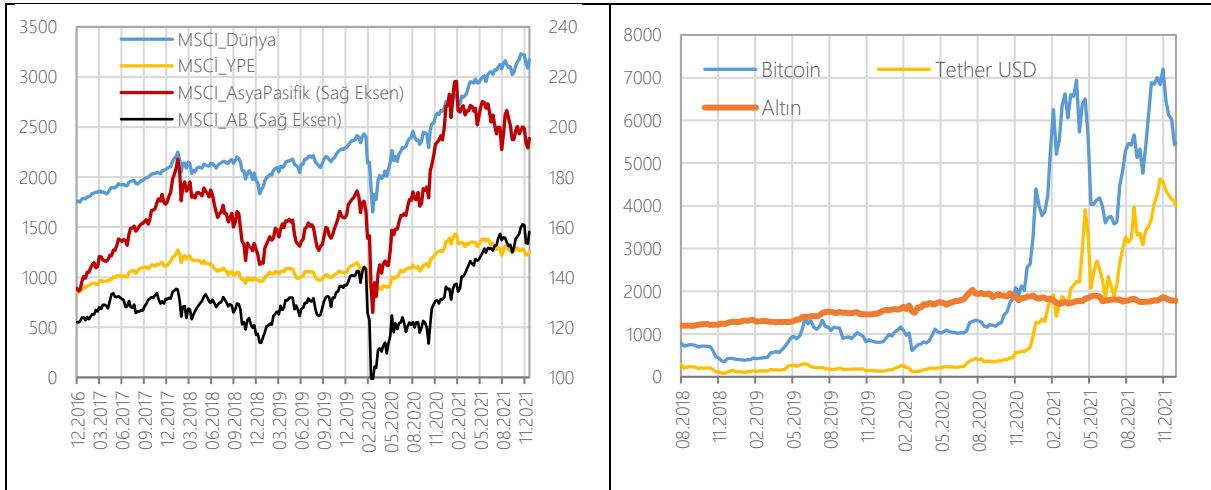


Kaynak: Bloomberg

## 4.2 Sermaye Piyasaları

Küresel hisse senedi piyasaları, yılının ikinci yarısında da güçlü görünümünü korumakla birlikte bölgeler arası farklılaşmalar belirginleşmiştir. Yılın ilk yarısında sermaye piyasalarında yaşanan aşırı olumlu hava bazı kesimlerce varlık fiyat balonu olarak nitelendirilmiştir. Bu endişelerin altında gelişmiş ekonomileri de kapsayan enflasyon riskinin artması, varlık fiyatlamaları açısından karmaşık bir dönemi beraberinde getirmiştir. Bu gelişmelerin özellikle coin piyasasındaki aşırı oynaklık eşlik etmiştir. Genel olarak gelişmiş ekonomilerin hisse senedi ve kurumsal kredi piyasaları görece olumlu seyrine devam ettiği, ancak dönem sona ererken yeni bir virüs varyantına ilişkin endişeler piyasa güvenini azalttığı görülmektedir.

Grafik 16: Borsa Bileşik Endeksleri, Altın, Bitcoin Endeksleri



Kaynak: Bloomberg

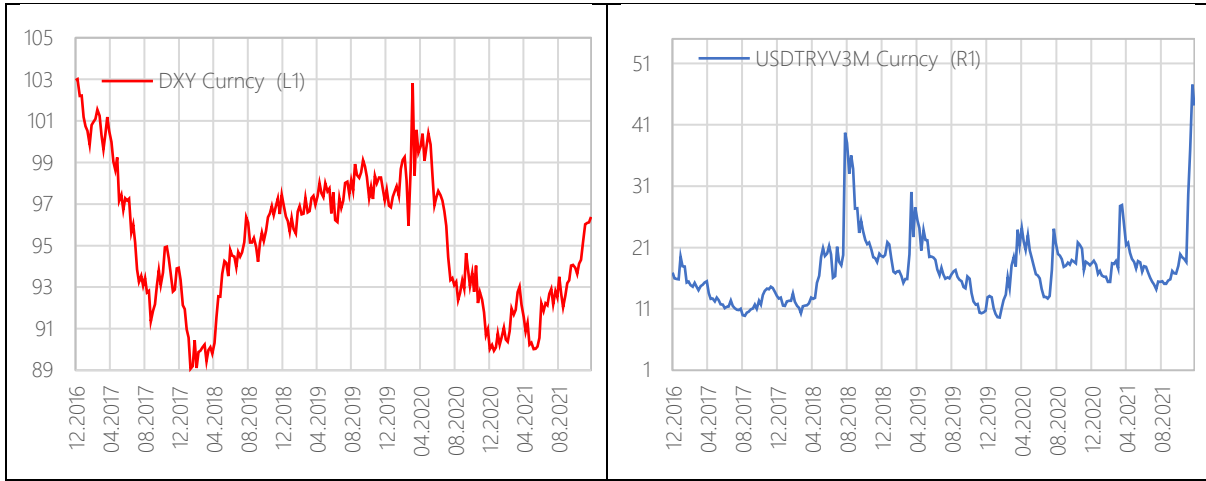
Sermaye piyasalarına bölgeler itibarıyla bakıldığında ise 2021 yılının ikinci yarısında, farklılaşmalar izlenmiştir. Bu dönemde Asya Pasifik bölgesinin görece daha zayıf bir seyir izlediği görülmektedir. Yükselen piyasa ekonomileri endekslerinin yatay bir seyir izlediği gelişmiş ekonomilerin ise güçlü seyir izlediği gözlenmektedir. Bu gelişmede aşılama ve salgın yönetimdeki gelişmeler belirleyici olurken, enflasyonist beklentilerin güçlenmesinin varlık fiyatlarını da desteklediği ifade edilebilir.

### 4.3 Döviz Piyasası

2020 yılının ikinci çeyreğinden itibaren ABD doları düşüş eğiliminde iken, 2021 yılının ikinci çeyreğinden itibaren, küresel ölçekteki döviz piyasalarında ABD doları pozitif olarak ayrılmıştır. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde salgında mutasyon endişesi ve aşılama çalışmalarının artması ile birlikte ABD doları pozitif ayrılmaya devam etmiştir. ABD de büyüme rakamlarının artması, işsizlik başvuru sayılarının azalması, enflasyonun yükselmesi, FED'in faiz oranlarını serbest bırakması ve varlık alım programında değişikliğe gitmesi gibi nedenlerle 2021 yılının üçüncü çeyreğinde ABD doları artmıştır.

Dolar endeksinin üç aylık ima edilen oynaklığı, ABD ekonomisindeki toparlanma ile birlikte, ilk dalga dönemi sonrasında Ekim 2020'den sonra dolardaki zayıflamanın istikrar kazanmasıyla, kademeli olarak azalmış, 2021 yılının üçüncü çeyreğinde artmıştır.

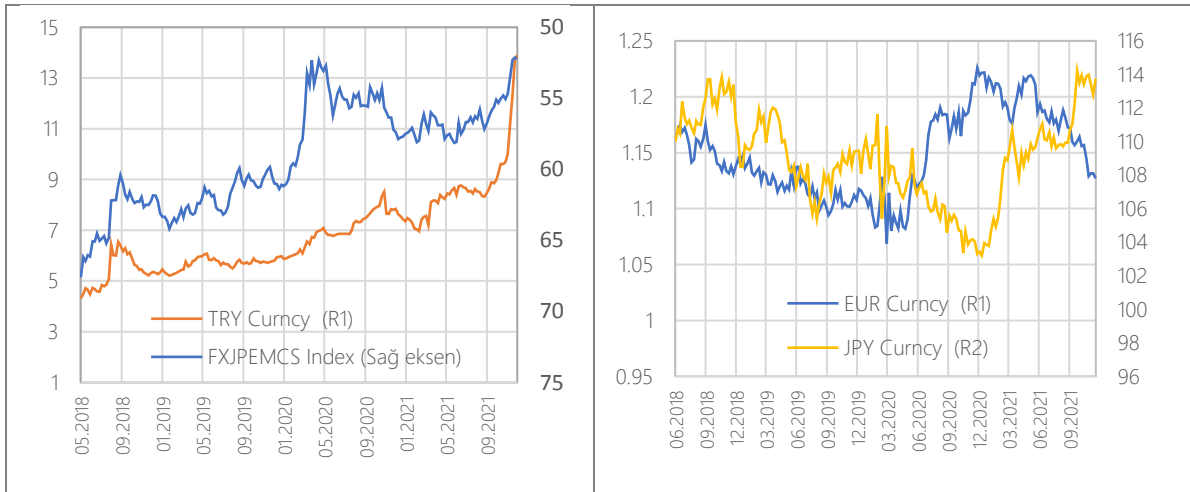
Grafik 17: Dolar Endeksi ve Oynaklık



Kaynak: Bloomberg

Gelişmekte olan ekonomilerin döviz kuru bileşik endekslerine bakıldığında ise özellikle ABD ve AB'deki uygulanan politikalar ile birlikte 2021 yılının üçüncü çeyreğinde artışa geçmiştir. 2021 yılının ilk çeyreğinden itibaren Yükselen Piyasa Ekonomileri Kur Endeksi yatay seyredirken, USD/TRY kurunun yükselme eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Diğer taraftan 2021 yılının üçüncü çeyreğinde ABD doları ve Euro kurundaki dalgalanmalar neticesinde Euro/Dolar paritesi düşüş eğilimine girerken, Japon Yeni/Dolar paritesi artış eğilimine girmiştir.

Grafik 18: JPM YPE Kur Endeksleri ile Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi

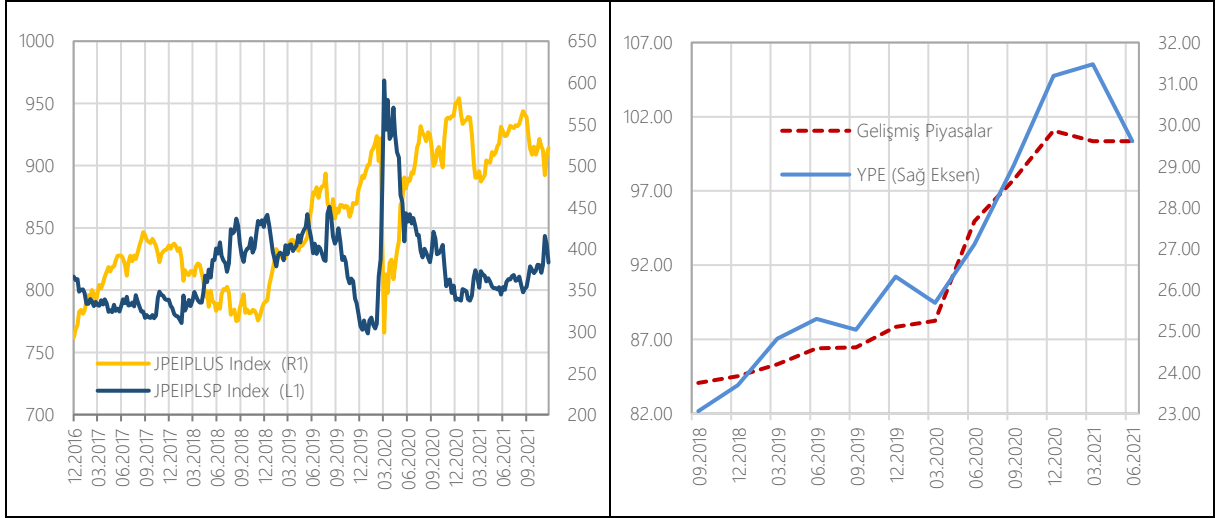


Kaynak: Bloomberg

#### 4.4 Ülke Riski ve Bono Getirileri

Küresel borç stoku 296 trilyon dolar olarak tahmin edilmektedir. 2021'in ikinci çeyreğinde tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra, küresel borç stokunun yılın üçüncü çeyreğinde sınırlı bir gerileme ile 296 trilyon dolar olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Nitekim gelişmiş ülkeler açısından Küresel borç/GSYH oranları, daha güçlü ekonomik aktivite ve yüksek enflasyonun yardımıyla düşmeye devam etmektedir. YPE'lerde ise borç stoku yılın üçüncü çeyreğinde 5,7 trilyon dolar artarak 92,5 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.

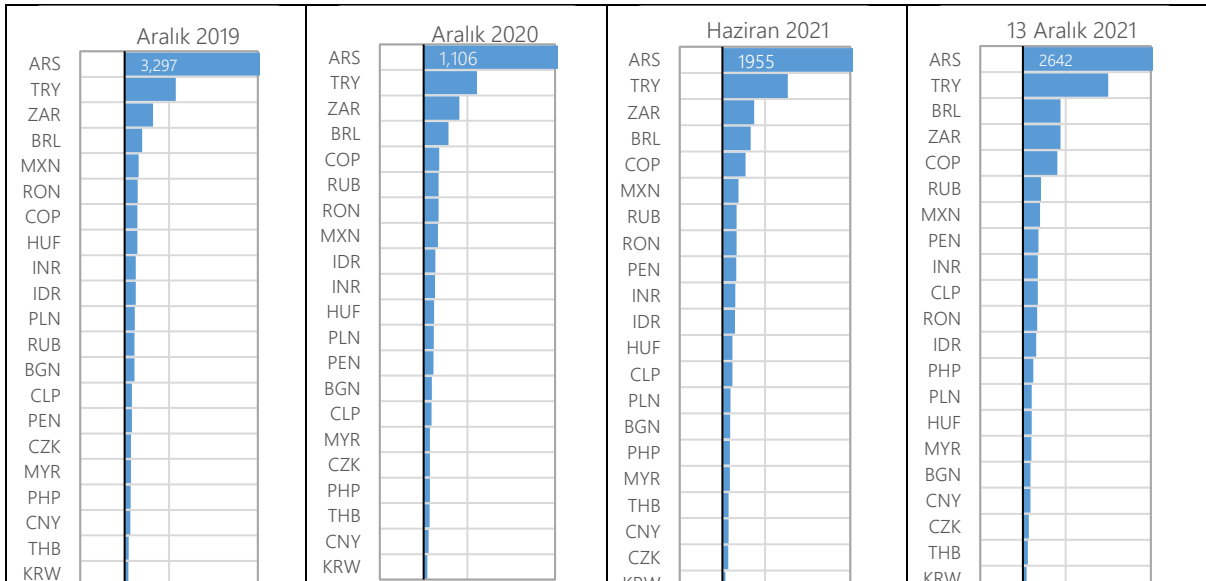
Grafik 19: YPE Bono Endeksleri, Spreadleri ve Küresel Bono Piyasa Hacmi (Trilyon USD)



Kaynak: Bloomberg, IIF

Gelişmekte olan ekonomilerin bono getirileri salgın sonrası yatay seyretmiştir. Ancak, yılın ikinci yarısından itibaren EMBI+Spreadinin sınırlı da olsa yükseldiği görülmektedir. Özellikle YPE'lerin kamu borcu üzerindeki faiz yükü, hala düşük borçlanma maliyetlerine ve daha küçük bütçe açıklarına rağmen artmaya devam ediyor olması ve bu ülkelerin küresel bono piyasasından aldıkları payın azaldığı gözlenmektedir.

Grafik 20: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri

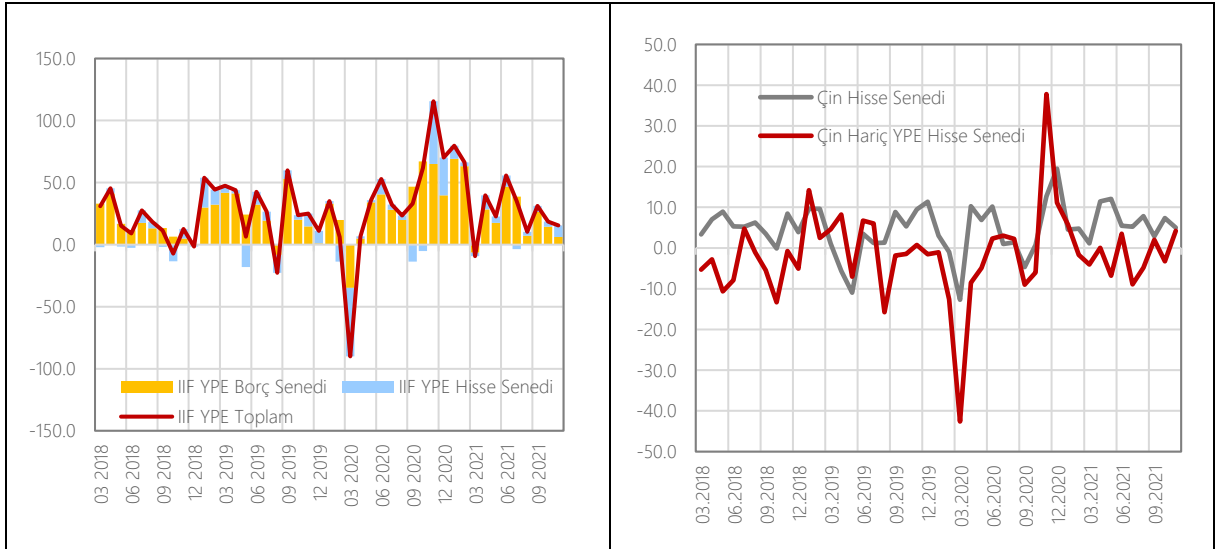


Kaynak: Bloomberg

**Yükselen piyasa ekonomilerinin ülke CDS primlerinde de artışlar izlenmektedir.** 2021 yılı Haziran ayı itibarıyla bir çok gelişmekte olan ekonomin CDS spreadleri gerilemeye devam etmiş ve birçok ülkede 100 baz puanının altına inmiştir. Ancak yılın ikinci yarısında salgının seyrine ek olarak ülkelere özel koşullardaki değişimler, bazı ülkelerde daha keskin ancak tüm YPE'ler için CDS primlerinde artışların olmasına yol açmıştır. Türkiye için ise Aralık 2020 itibarıyla 304 baz puanı olarak gerçekleşen söz konusu spread, 2021 Haziran ayında 384 baz puana yükselmiş, 2021 Aralık ayı sonunda ise 500 puanı aşmıştır.

**Salgından çıkışın ülkeler arasında farklılık göstermesi küresel sermaye akımlarının gücünü etkilemektedir.** Birçok YPE'de toparlanmanın veya 2021 yılında gözlenen büyümenin Covid-19 baz etkisinden kaynaklanması ve gelişmiş ekonomilerde para politikasının sıkılaştırma evresine girmesi, YPE'lere yönelik sermaye akımlarını ve yapısını etkilemektedir. Ancak tahminler, 2013 yılındaki *taper tantrum* dönemi benzeri sert bir daralmanın olmayacağı yönündedir. Bu aşamada ülke bazlı ekonomik performansların ve öngörülebilirliğin sermaye akımları açısından daha da önem kazandığı görülmektedir. Uluslararası kuruluşlar risk değerlendirmelerinde YPE'lere yönelik sermaye akımlarında tedirgin ve tutuk bir görünüm beklediklerini ifade ederlerken, sermaye akımlarının da öncelikle borçlanma araçları cinsinden olacağını yönündeki değerlendirmelerini korumaktadırlar. Ancak, IIF verilerine göre YPE'lere yönelik portföy akım verileri incelendiğinde 2021 yılının üçüncü çeyreğinde gözlenen akımların içerisinde sermaye piyasalarının güç kazandığı görülmektedir. Hisse senedi girişleri (Çin hariç), Kasım ayında pozitif geçmiştir. Portföy akımlarının ülke risk profillerinden bağımsız olarak, gelişmiş ekonomilerdeki enflasyon beklentilerindeki artıştan olumsuz etkilenmesi öngörülmektedir.

**Grafik 21: 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)