

## II. Makroekonomik Görünüm

2020 yılı Mayıs ve Haziran aylarında hareket kısıtlamalarının dünya çapında gevşetilmesi ve salgın boyunca alınan destekleyici tedbirlerin etkisiyle, küresel iktisadi faaliyet beklentilerin üzerinde toparlanırken, belirsizlikler kısmen azalmıştır. Gelişmiş ülke ve GOÜ merkez bankaları çoğunlukla salgının olumsuz etkilerini gidermek için uyguladıkları genişleyici para politikası duruşunu mevcut Rapor döneminde korumuştur. Küresel risk iştahının nispeten artması ile GOÜ tahvil piyasalarında net fon girişleri görülürken, hisse senedi piyasalarından fon çıkışları yerini Eylül ayı sonundan bu yana fon girişlerine bırakmıştır.

Salgının seyri, aşı konusundaki gelişmeler ve salgına yönelik tedbirlerin süresine dair belirsizlikler ile politikaların manevra alanı kapasitesi, zayıf iktisadi faaliyet ve bankacılık sektörü kârlılık görünümü, artan kredi riskinin olası yansımaları, yüksek borçluluk seviyeleri ve ani likidite şokları küresel finansal istikrar açısından kırılganlık unsurlarıdır. Bununla beraber, Küresel Finansal Kriz sonrası devreye alınan kapsamlı uluslararası reformlar, bankacılık sektörünün güçlendirilmiş sermaye ve likidite yapısı, merkez bankaları ve mali otoriteler tarafından uygulanan hızlı ve emsali görülmemiş büyüklükteki tedbirler, salgının ve salgına yönelik sosyal izolasyon tedbirlerinin finansal sektör üzerinde oluşturabileceği baskıyı sınırlamıştır. Ulusal ve uluslararası otoritelerin işbirliğini güçlendirerek reform çalışmalarını kararlı biçimde sürdürmesi, finansal istikrarın korunması açısından önem arz etmektedir.

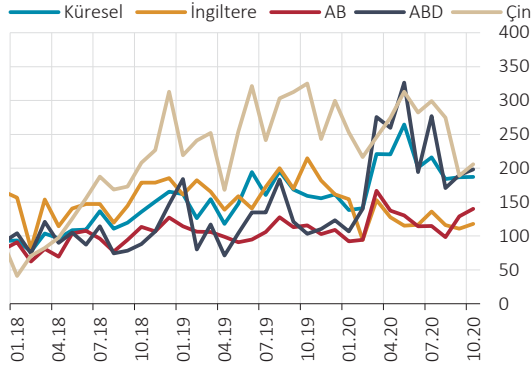
Ülkemizde iktisadi faaliyeti ve istihdamı destekleyici tedbirlerin etkisiyle güçlü bir toparlanma gözlenmiştir. Salgını kontrol altına almak ve salgının finansal piyasalar üzerinden iktisadi faaliyete olumsuz etkilerini en aza indirmek amacıyla alınan çeşitli tedbir ve düzenlemeler, salgının seyrinin hafiflemesiyle birlikte tedrici olarak kaldırılmıştır. Küresel ölçekte seyahat kısıtlamalarının kısmen devam etmesi, turizm faaliyetleri başta olmak üzere hizmet sektöründeki toparlanmayı sınırlamaktadır.

Dış ticaret dengesindeki özellikle kredi ivmesi ile altın talebi kaynaklı bozulma ve turizm gelirlerinin düşük seviyesinin bir sonucu olarak cari işlemler açığında artış görülmüştür. Salgın dönemine özgü tedbirlerin kademeli şekilde kaldırılması ve parasal sıkılaştırmanın etkisiyle kredi büyümesinde başlayan dengelenme önümüzdeki dönemde cari işlemler açığını sınırlayabilecektir. Reel efektif döviz kurlarındaki gerilemenin ve ham petrol fiyatlarındaki düşük seviyelerin önümüzdeki dönemde cari işlemler dengesini destekleyen diğer unsurlar olması beklenmektedir.

## II.1 Uluslararası Gelişmeler

Koronavirüs salgınının pandemi haline gelmesi sonrasında 2020 yılının ilk çeyreğinde küresel iktisadi politika belirsizliği hızlı bir şekilde artmış ve ekonomiler hızla yavaşlamıştır. Mayıs ve Haziran aylarında dünya çapındaki karantina önlemlerinin gevşetilmesi ve salgın boyunca alınan destekleyici tedbirler sonucunda küresel iktisadi faaliyette beklentilerin üzerinde bir toparlanma gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda küresel iktisadi politika belirsizliği, Mayıs ayından itibaren azalmaya başlamıştır (Grafik II.1.1). Benzer şekilde, 2020 yılının başından Mayıs ayına kadar geçen sürede ABD ve Çin iktisadi politika belirsizliği keskin yükseliş gösterdikten sonra, takip eden dönemde azalış göstermiştir. Bununla beraber, ABD’de iktisadi politika belirsizliği Kasım ayındaki Başkanlık seçiminin de etkisiyle salgın öncesi döneme kıyasla yüksek bir seviyededir. İngiltere’nin AB’den ayrıldığı 31 Ocak 2020 tarihinden sonra iktisadi politika öngörülebilirliği dalgalı bir seyir izlese de, artış eğilimini sürdürmüştür. AB iktisadi politika belirsizliğindeki değişim ise ABD ve Çin’e kıyasla daha sınırlı olmuştur.

**Grafik II.1.1: İktisadi Politika Belirsizliği Endeksleri**  
(Endeks, 2012=100)

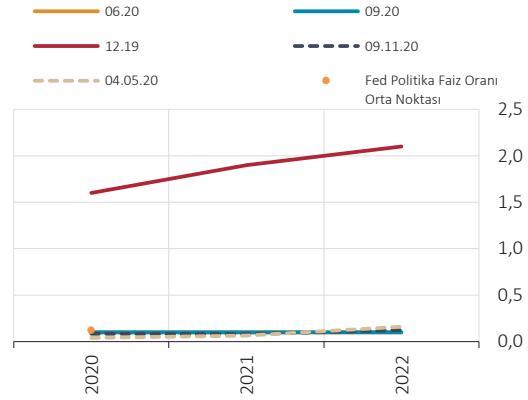


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 10.20

Dipnot: Endeksler seviye olarak kendi arasında karşılaştırılabilir değildir.

**Grafik II.1.2: FOMC Üyelerinin Medyan Politika Faizi Tahminleri (Düz Çizgiler) ve Piyasa Beklentileri (Kesikli Çizgiler) (%)**



Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 9.11.20

Dipnot: Kesikli çizgiler 30 günlük Fed fonları vadeli faiz sözleşmelerindeki ima edilen oranları göstermektedir. FOMC üyelerinin politika faizi tahminleri Eylül 2020 ve Haziran 2020 toplantıları için değişmemiştir.

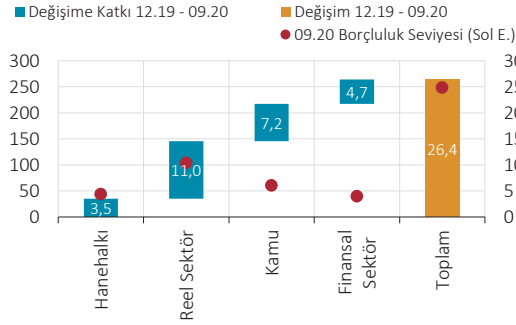
Salgının ve buna bağlı olarak dünya çapında uygulanan karantina önlemlerinin ekonomik ve sosyal etkilerinin azaltılmasına yönelik olarak, Mart ayından başlayarak gelişmiş ülkeler ve GOÜ’ler tarafından güçlü mali tedbirler ve merkez bankalarınca genişleyici para politikası adımları devreye alınmıştır. 2020 yılı Mart ayı içerisinde politika faizini yüzde 0 - 0,25 aralığı olarak belirleyen ABD Merkez Bankası (Fed), Ağustos ayında yaptığı para politikası stratejisi değişikliği ile uzun vadeli yüzde 2 enflasyon hedefini ortalama enflasyon hedeflemesi olarak güncellemiştir. Dolayısıyla, para politikasında sıkılaştırma adımları enflasyon oranının yüzde 2’nin bir süre üzerinde seyretmesi koşuluna bağlanarak, para politikasına ilave alan sağlanmıştır. Piyasa beklentileri de Fed’in Açık Piyasa Komitesi (FOMC) üyelerinin politika faizinin 2023 yılına kadar yüzde 0’a yakın bir düzeyde olması beklentileriyle uyumludur (Grafik II.1.2). Fed tarafından uygulanan kapsamlı ve yüksek tutarlı varlık alım politikası ile genişleyici para politikası sonucunda 2020 yılı başından bu yana Fed bilanço büyüklüğü yüzde 70’ten fazla artmıştır.

Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB), salgın döneminde yaşanan sıra dışı oynaklık ve likidite daralması karşısında, finansal piyasaların etkin çalışmasını hedefleyen, firma ve hanehalkını destekleyici çeşitli önlemlerinden biri olan varlık alım programı, yapılan ilavelerle yıl sonuna kadar uzatılırken, gerekirse programın devam edebileceği vurgulanmıştır. Ayrıca, başlangıçta 750 milyar euro olarak açıklanan

Pandemi Acil Durum Alım Programının büyüklüğü, Haziran ayı para politikası kararları kapsamında 600 milyar euro ilave ile 1,35 trilyon euro olarak güncellenmiştir. Alınan önlemlerle euro sistemi bilanço büyüklüğü 2020 yılı başından bu yana yüzde 40'ın üzerinde artış göstermiştir.<sup>1</sup>

Çin, Japonya ve İngiltere merkez bankaları salgın döneminin başında aldıkları finansal sistemi destekleyici tedbirlerle gevşettikleri para politikası duruşunu devam ettirmektedir. ABD doları cinsinden fonlamanın sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi için başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları arasında düzenlenen para takası anlaşmaları güncellenmiştir. Bu kapsamda, Fed ile gerçekleştirilen para takası işlemlerinin sıklığı ihtiyacın azalması doğrultusunda daha seyrek bir yapıya dönüştürülmüştür.

**Grafik II.1.3: GOÜ'lerde Sektörel Bazda Borçluluk (% GSYİH)**

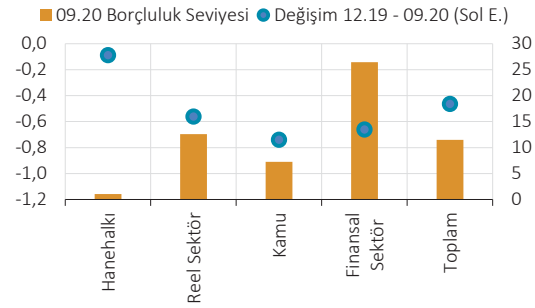


Kaynak: IIF

Son Gözlem: 09.20

Dipnot: Ülkelerin GSYİH ağırlıkları esas alınarak ortalama hesaplanmıştır. GOÜ'ler: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Mısır, Gana, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Kenya, Lübnan, Malezya, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Güney Kore, Tayland, Türkiye, Ukrayna ve Birleşik Arap Emirlikleri.

**Grafik II.1.4: GOÜ'lerde Sektörel Bazda YP Borçlanma (% Toplam Borçlanma)**



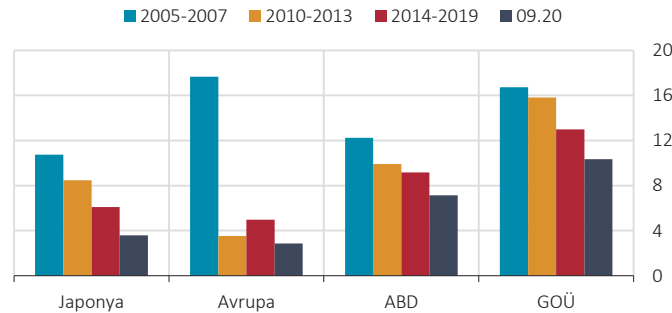
Kaynak: IIF

Son Gözlem: 09.20

Dipnot: GOÜ'ler: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Güney Kore, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya Federasyonu, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna.

Gelişmiş ülkeler ve GOÜ'ler için reel sektör ve kamu sektörü borçluluğu kırılmalık unsuru olmayı sürdürmektedir (Grafik II.1.3). Salgın sonrasında likidite baskısıyla karşılaşan özel sektörün kredi borcu artarken, 2019 yılı sonundan 2020 yılı üçüncü çeyreğine kadar tüm kesimlerde borçluluk, GSYİH'ye oranla yükselmiştir. Küresel salgının olumsuz etkilerini sınırlandırmayı hedefleyen mali önlemler kamu borçluluğunun artışında rol oynamıştır. Küresel Finansal Kriz sonrası getirilen düzenlemeler ile GOÜ'lerde azalan YP cinsinden borçluluk, özellikle hanehalkı tarafında düşük seviyede kalmaya devam etmektedir (Grafik II.1.4). 2020 yılı içerisinde de YP cinsinden borçluluk tüm sektörlerde azalmayı sürdürmektedir.

**Grafik II.1.5: Banka Özkaynak Kârlılığı (%)**



Kaynak: Bloomberg

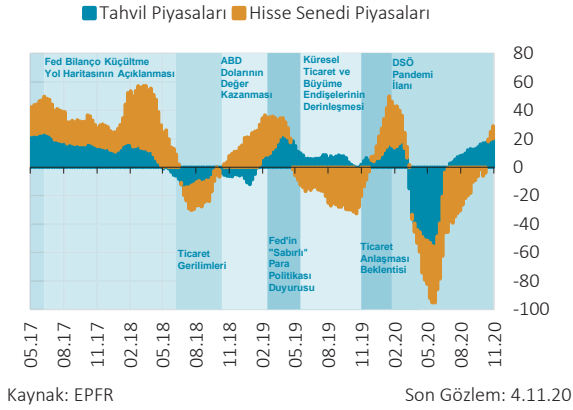
Son Gözlem: 09.20

Dipnot: Tokyo Borsası Banka Endeksi, Bloomberg Avrupa 500 Banka ve Finansal Hizmetler Endeksi, S&P 500 Bankacılık Sektörü Endeksi, MSCI GOÜ Bankacılık Endeksi kullanılmıştır.

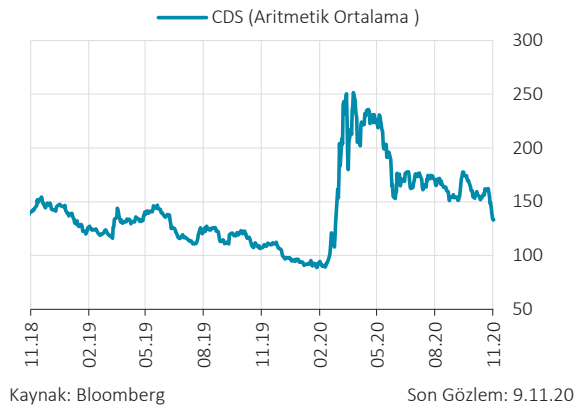
<sup>1</sup> Euro bölgesi merkez bankaları ve ECB.

Küresel Finansal Kriz sonrasında bankaların sermaye yeterliliklerine yönelik düzenlemeler sayesinde küresel bankacılık sistemi daha güçlü bir sermaye yapısına kavuşmuştur. Bununla beraber, salgının olumsuz etkilerini telafi etmek amacıyla merkez bankalarının emsali görülmemiş düzeylerde uygulanan genişleyici para politikalarına rağmen, getiri eğrilerinin yatay seyrini koruması ve zayıf büyüme görünümü, ülkelerin finansal sektörleri açısından bazı zorluklar barındırmaktadır. Küresel iktisadi faaliyetin önemli ölçüde daralması, artan kredi riskinin aktif kalitesine olası yansımaları ile faiz oranlarındaki uzun süreli düşük seyrin süreceği beklentisi, Küresel Finansal Kriz'le beraber düşüş eğilimine giren bankacılık sektörü öz kaynak kârlılıkları üzerindeki aşağı yönlü baskıyı artırmaktadır (Grafik II.1.5).

**Grafik II.1.6: GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları**  
(13 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)



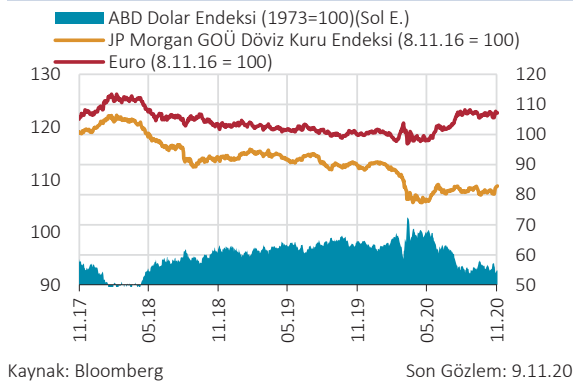
**Grafik II.1.7: GOÜ'lerde CDS Primleri (Baz Puan)**



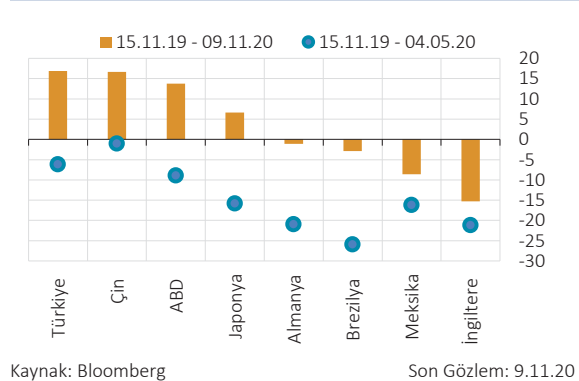
Dipnot: GOÜ'ler arasında Brezilya, Çekya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Şili yer almaktadır.

Koronavirüsün küresel bir salgın hâline geldiği ilk dönemde küresel daralma, petrol fiyatlarındaki olağanüstü düşüş ve küresel ölçekte artan riskten kaçınma eğilimi ile birlikte, GOÜ tahvil ve hisse senedi piyasalarından yüksek miktarda portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Küresel ekonomide salgın kaynaklı belirsizliklerin kısmen azalması, çok sayıda ülkede sosyal yalıtım önlemlerinin aşamalı şekilde gevşetilmesi ve büyüme görünümüne ilişkin öncü göstergelerin toparlanmaya işaret etmesi ile Mayıs ayından itibaren GOÜ tahvil piyasalarına portföy girişleri ivme kazanmıştır. Aynı dönemde hisse senedi piyasalarından portföy çıkışları önce hız kaybetmiş olup, Eylül ayı sonundan bu yana ise portföy girişleri gözlenmektedir. (Grafik II.1.6). Küresel risk iştahının kısmen artması, GOÜ ülke risk primleri üzerinde yukarı yönlü baskıyı sınırlamıştır (Grafik II.1.7).

**Grafik II.1.8: Döviz Kuru Endeksleri (Endeks)**



**Grafik II.1.9: Borsa Endeksleri (% Değişim)**

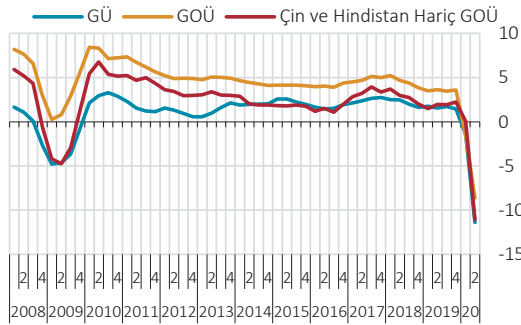


Dipnot: Türkiye - BIST100, Almanya - DAX, İngiltere - FTSE 100, Meksika - IPC, Japonya - Nikkei 225, Çin - Şanghay Kompozit, ABD - S&P 500, Brezilya - IBOV endeksleri kullanılmıştır.

2020 yılı Mayıs ayından itibaren ABD doları, önde gelen gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kaybı yaşarken, GOÜ para birimleri endeksi yatay bir seyir izlemiştir (Grafik II.1.8). Genişleyici para politikaları, artan risk iştahı ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın azalması, gelişmiş ülke ve GOÜ borsa endekslerindeki toparlanmaya katkı sağlamıştır (Grafik II.1.9). Bununla beraber, ülke borsa endeks performanslarının farklılaşmasında, endekslerdeki sektör kompozisyonu, risk iştahı ve yatırımcı tabanı etkili olmuştur. Nitekim salgının ve sosyal yalıtım tedbirlerinin sektörlere yansımaları farklı seviyelerde gerçekleşmiştir. Enerji sektörü ve etkileşimin fazla olduğu hizmet sektörü salgından daha çok etkilenirken, teknoloji ve telekom sektörleri olumlu yönde ayrılmıştır.

2020 yılının ilk yarısında, salgın ve karantina tedbirlerinin olumsuz yansımalarının etkisiyle küresel iktisadi faaliyet önemli ölçüde daralmıştır (Grafik II.1.10). Büyümeye ilişkin öncü göstergelerde Mayıs ve Haziran aylarında karantina önlemlerinin azaltılmasıyla başlayan küresel iktisadi faaliyette toparlanma eğiliminin üçüncü çeyrek sonunda sürdüğü gözlenmektedir (Grafik II.1.11).

**Grafik II.1.10: Gelişmiş Ülke ve GOÜ'lerde Yıllık Büyüme Oranları (%)**

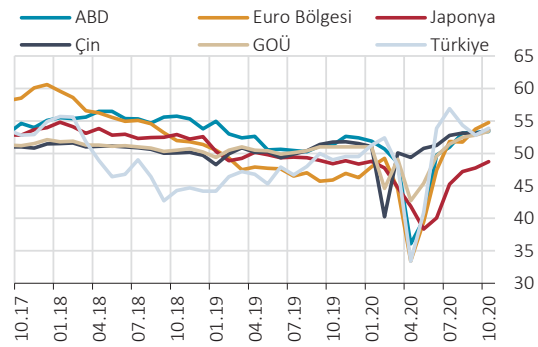


Kaynak: Bloomberg, TCMB

Son Gözlem: 06.20

Dipnot: Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G. Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka, İsrail. GOÜ'ler: Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G. Afrika, Arjantin, Tayland, Malezya, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Şili, Peru, Fas.

**Grafik II.1.11: İmalat Sanayi PMI (Endeks)**



Kaynak: Bloomberg, TCMB

Son Gözlem: 10.20

Küresel ekonomide salgın kaynaklı belirsizlikler devam etmekte olup, alınan hızlı ve kapsamlı önlemler sayesinde birincil etkiler ve finansal istikrara yönelik kısa vadeli risk unsurları sınırlanmıştır. 2020 yılı Mart ayında piyasalarda yaşanan oynaklığa kıyasla; finansal piyasalar kısmen toparlanmaya, likidite riski azalmaya ve yatırımcı güveni artmaya başlamış, reel sektöre kredi akışının devamı sağlanmıştır. Ancak, salgının seyri ve aşı konusundaki gelişmelerin yanı sıra; salgının önlenmesine yönelik tedbirlerin süresi, politikaların manevra alanı kapasitesi ve zayıf küresel ekonomik görünüm finansal istikrarı bozabilecek risk unsurları arasındadır (Kutu II.1.1). İlave olarak, artan kredi riskinin olası yansımaları, gerek gelişmiş ülkelerde gerek GOÜ'lerde artan borçluluğa dayalı kırılganlıklar ve özellikle firmaların hâlihazırda nakit akışında yaşadıkları sıkıntıların gelecek dönemde ödeme gücü sorunlarına dönüşme olasılığı da öne çıkan diğer risk unsurlarıdır. Ayrıca, banka dışı finansal aracılık faaliyetlerinin gelişiminin ve bankacılık sistemi ile bağlantılılığının yakından takip edilmesi önem arz etmektedir.

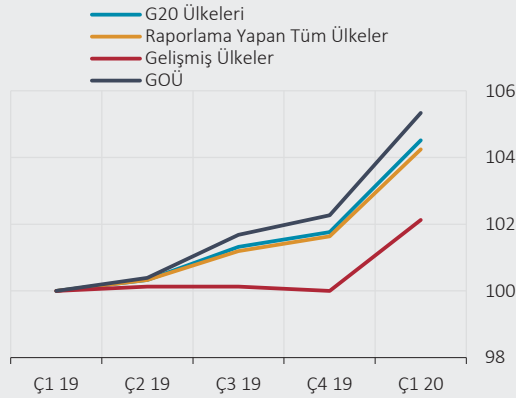
Küresel Finansal Kriz sonrasında uygulamaya konulan kapsamlı reformlar ile bankacılık sektörünün sermaye ve likidite pozisyonunun güçlendirilmiş olması, salgının bankacılık sisteminin sermaye yapısı üzerinde yaratabileceği baskıyı mevcut Rapor dönemine kadar sınırlamıştır. Söz konusu reformlar ile elde edilen bu kazanımların korunmasının yanı sıra, ulusal ve uluslararası otoritelerin işbirliğini güçlendirerek reform çalışmalarını kararlı biçimde sürdürmesi önem arz etmektedir. G20 liderliğinde FSB eş güdümünde yürütülen küresel finansal istikrarı destekleyici çalışmalar ile salgının etkileri ve diğer reform alanları yakından takip edilmektedir.

## Kutu II.1.1

### Koronavirüs Salgınıyla Artan Kırılganlıkların Küresel Finansal İstikrar Bağlamında Değerlendirilmesi

Salgının ve dünya çapında salgına karşı uygulanan karantina önlemlerinin ekonomik ve sosyal etkilerinin azaltılması amacıyla alınan önlemlerle, özellikle 2020 yılı Mayıs ayından itibaren finansal piyasalarda toparlanma, likidite riskinde azalma ve yatırımcı güveninde artış başlamış; reel sektöre kredi akışının devamlılığı sağlanmıştır. Artan likidite ihtiyacını karşılamaya dönük yatırımcı çıkışlarının görüldüğü GÜ sabit getirili fon piyasalarına yakın dönemde girişler olmaktadır. Salgın sonucu azalan küresel risk iştahının etkisiyle büyük miktarda portföy çıkışlarının yaşandığı GOÜ'lerde ise sermaye akımları sınırlı bir iyileşme göstermektedir. Özel sektör tahvil alım satım getiri farkı aşağı yönlü hareket etmeye devam ederken, tahvil ihraç tutarında bir miktar artış gözlenmektedir. Salgının bankacılık sektörü üzerindeki etkisi, Küresel Finansal Kriz sonrası uygulamaya konulan kapsamlı G20 reformlarıyla sektörün sermaye ve likidite oranlarının güçlendirilmesi neticesinde sınırlı olmuştur. Bankacılık sektörü, aracılık faaliyetlerine etkin bir biçimde devam ederek, reel ekonomiye kaynak akışını salgın döneminde devam ettirmiştir. Özel sektöre sağlanan banka kredilerinin GSYİH'ya oranı GÜ ve GOÜ'lerde 2020 yılı ilk çeyreğinde önceki yıla göre önemli ölçüde artmıştır (Grafik II.1.1.1).

**Grafik II.1.1.1: Finans Dışı Özel Kesim Banka Kredilerinin GSYİH'ye Oranı (2019Ç1=100)**

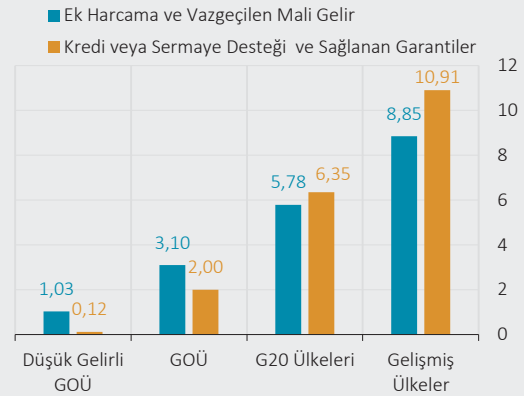


Kaynak: BIS, TCMB

Son Gözlem: 03.20

Dipnot: Finans dışı özel kesim: reel sektör firmaları ve hanehalkı.

**Grafik II.1.1.2: Ülke Gruplarının Salgına Karşı Sağlanan Mali Destek Büyüklüğü (% GSYİH)**



Kaynak: IMF WEO (Haziran 2020 Güncellemesi)

Son Gözlem: 06.20

Merkez bankaları, salgın sürecinde faiz oranı indirimleri ve sağladıkları likidite desteği ile salgının birincil etkilerini en aza indirmeye çalışmıştır. Varlık alım programları sonucu, G7 üyesi ülke merkez bankaları bilançolarını sekiz ayda 7 trilyon ABD doları artırmıştır (IMF, GFSR, Ekim 2020).<sup>1</sup> Salgının başından itibaren hükümetler de geniş kapsamlı destek paketleri hazırlamış, alınan tedbirler GÜ ve GOÜ'lerde benzerlik göstermiştir. GÜ'lerde GSYİH'nin yüzde 20'sine ulaşan destek paketleri, GOÜ'lerde yüzde 5 seviyelerine denk gelmektedir (Grafik II.1.1.2). Destek paketleri; ek harcamalar, vazgeçilen vergi geliri, firma ve hanehalkına sağlanan kredi desteği ya da firmalara yönelik sermaye desteği ve kredi garantilerini içermektedir.

Uluslararası kuruluşlar da çeşitli adımlar atmaya devam etmektedir. Finansal İstikrar Kurulu (FSB), merkezi takasa tabi olmayan menkul kıymetle finansman işlemlerine uygulanacak iskonto oranlarına dair standartların uygulama süresini bir yıl ertelemiştir.<sup>2</sup> Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) ise

<sup>1</sup> IMF, GFSR, Ekim 2020.

<sup>2</sup> FSB Basın Duyurusu, 7 Eylül 2020: <https://www.fsb.org/2020/09/fsb-extends-implementation-timelines-for-securities-financing-transactions/>

bankaların sermaye ve likidite tamponlarını kredi vermek amacıyla kullanmasının teşvik edilmesi ve krizin etkileri sona erdiğinde bu tamponların yerine konulması için bankalara yeterli sürenin verilmesine dair açıklama yapmıştır.<sup>3</sup> Bu çağrılar sonrasında AB ülkeleri başta olmak üzere birçok ülkenin özellikle sermaye tamponları kullanılmasını teşvik ettiği ve likidite tamponlarında asgari yasal orandan daha düşük orana izin verdiği görülmektedir.

Salgının kısa vadedeki olumsuz etkilerini sınırlandıran bu adımlara karşılık, küresel finansal piyasalarda kısa vadede birtakım kırılmalıklar olabilecektir. Yatırımcı güveninde ani değişimler ve likidite talebinde görülen oynaklık, finansal koşullardaki iyileşmenin kalıcılığını zorlaştırmaktadır. Firma borçluluğuna yönelik endişeler salgınla birlikte artmıştır. Firma ciroları, kısıtlamaların gevşetilmesi ve atılan politika adımlarıyla bir miktar artsa da, firma gelirlerinde salgın öncesi döneme göre zayıf talep kaynaklı düşüşler beklenmektedir. Firmaların finansmana erişimlerinin önündeki engeller kaynak akışının devamlılığının sağlanmasıyla azalmış olsa da, artan fonlama maliyetleri ve borç servis oranlarıyla hâlihazırda nakit akışındaki sıkıntılar, gelecek dönemde ödeme gücü ve kârlılık problemlerine dönüşebilecektir. Firmaların büyük oranda banka finansmanına bağımlılığı ile bankaların önümüzdeki dönemde kredi verme konusundaki olası isteksizlikleri finansmana erişimde sıkıntılara yol açabilecektir. Firma gelir kayıpları, kredi notlarındaki düşüşün finansman maliyetlerini artırması ve ödeme gücünde olası sorunlar sonucu iflas risklerinin artması gibi ek kırılmalık unsurları da bu dönemde öne çıkmaktadır. Bankaların sermaye oranları güçlü olsa da, gelecek dönemde kredi zararlarında artış ve varlık kalitesinde olası bir bozulma, beraberinde kredilerde sıkışma eğilimini getirebilecektir.

Öte yandan, banka dışı finansal kuruluşların finansal aracılık faaliyetlerinde artan rolü, kredi riskinin bankacılık sektörü dışına kaymaya ve kredi faaliyetlerinin piyasa likiditesine daha bağımlı hale gelmeye başladığına işaret etmektedir. Bankaların yapısal bir değişime giderek riskleri bilançolarından çıkarıp banka dışı finansal kuruluşlara ya da yatırımcılara aktarmaya başladığı görülmektedir. Bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar arasında daha uzun vadeli ve daha karmaşık bağlantıların kurulduğu ve sınır ötesi kredilerde banka dışı finansal kuruluşların ağırlığının arttığı izlenmektedir.

Kısa vadede zorluk oluşturabilecek bir diğer unsur, zayıf küresel ekonomik görünüm çerçevesinde salgının gidişatına, aşı çalışmalarına ve tedbirlerin süresine bağlı olarak değişebilecek olan politika manevra alanıdır. Salgının başından itibaren hükümetlerce ortaya konan mali destek paketleri ile üretimdeki daralma sonucu vergi tabanının azalması, pek çok ülkede bütçe açığını artırmıştır. Özellikle dış finansmana bağımlı GOÜ'lerde maliye politikası kısıtları göze çarpmaktadır.

Öte yandan salgın orta ve uzun vadede bazı yapısal değişimler de oluşturabilecektir. Kısıtlamaların dijitalleşmeye olan ihtiyacı artırması ve bu durumun tüketici davranışlarına yansımaları ilerleyen dönemde etkili olabilecek unsurlardır. Salgının iş modellerinde neden olacağı değişikliklerle kaynakların bu süreçte yeni sektörlerle kaymak zorunda kalışı, ekonominin geneline ilişkin kaynak dağılımında bazı değişimlere sebep olabilecektir.

Şokun kalıcılığına, salgına yönelik politikaların etkinliğine ve geri alınan tedbirlerin finansal sektör ve ekonomiyi nasıl etkileyeceğine ilişkin belirsizlikler önümüzdeki dönemi şekillendirecek unsurlardır. Salgının başında uygulanan politika tedbirlerinin, ikinci bir dalga neticesinde yeniden uygulanılamayacağına ilişkin belirsizlik, pek çok ülkede politika bileşiminin çeşitlendirilmesi ve hedefe yönelik kurgulanması ihtiyacını doğurmaktadır. Bu noktada, finansal istikrara etki edebilecek tüm risk ve kırılmalık artırıcı unsurlar ile bağlantılılık konularının, önümüzdeki dönemde küresel politikaların odak noktasını oluşturacağı değerlendirilmektedir.

<sup>3</sup> BIS Basın Duyurusu, 17 Haziran 2020 : <https://www.bis.org/press/p200617.htm>

## Kutu II.1.II

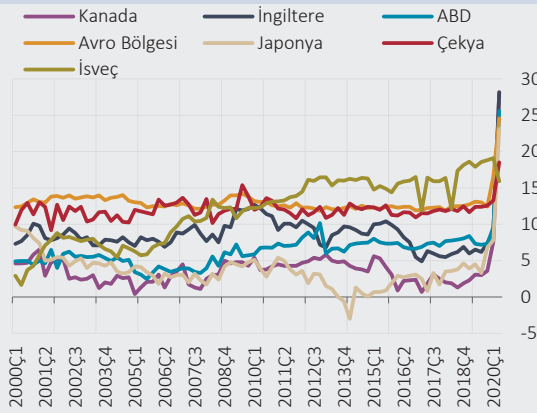
### Kovid-19 ve Uluslararası Hanehalkı Tasarruf Gelişmeleri

Bireyler harcanabilir gelirlerinin tüketim dışındaki kısmını çeşitli finansal veya finansal olmayan araçlarda değerlendirmek üzere tasarruf etmektedir. Yatırımın temel fonlama kaynağı olan tasarruflar, ülkenin gelişmişlik düzeyi, demografik yapısı, ekonomik politikalar, tasarruf araçlarının çeşitliliği ve getirisi gibi birçok faktörden etkilenirken küresel, ülkeye özgü ve döngüsel şoklara da tepki vermektedir. 2020 yılında küresel ölçekte etkili olan koronavirüs salgınıyla alınan karantina kararları bireylerin zorunlu harcamalar dışındaki tüketim davranışlarını kısıtlamış, ihtiyati tasarrufta bulunma tercihlerini de güçlendirmiştir.<sup>1</sup> Öte yandan, salgın gerekçesiyle ülkelerin işgücü piyasalarında gerçekleşen daralmalar sonucunda gelirlerin azalması tasarruf potansiyelini sınırlandırmaktadır. Hanelerin harcanabilir gelirlerinin tüketime ve tasarrufa ayrılan kısımları arasında farklılıklar olabildiği gibi, ülkeler arasında da ülkelere özgü koşullar ve şoklar ayrışmalara sebep olabilmektedir.<sup>2</sup> Bu kutuda seçilmiş ülkeler için tasarruf oranlarında zaman içinde gözlenen eğilimler ve koronavirüs salgınının bu ülkelerin tasarruf oranlarına etkisi incelenmektedir.<sup>3</sup> Ayrıca, Türkiye’de hanehalkı tasarruf araçlarının detayına ve son dönem gelişmelere yer verilmektedir.

#### Salgın Döneminde Hanehalkı Tasarruf Eğilimleri

Bazı gelişmiş ülkelerin ve Avro bölgesinin tasarruf oranlarının farklı seviyelerde olmakla birlikte küresel faktörlerden benzer yönde etkilendiği, özellikle kriz dönemlerinde bu benzerliğin arttığı gözlenmiştir (Grafik II.1.II.1). 2008 küresel finansal krizinin istihdam ve hanehalkı gelir kaybına yol açmasına rağmen ihtiyat saikiyle tasarrufları artırıcı etkisi bütün ülkelerde gözlenmiştir. Diğer taraftan, ülkelere özgü gelişmeler harcama ve tasarruf kararları arasındaki ödünleşimi etkilemekte, ülkeler arası farklılıklarda rol oynamaktadır. Japonya’da 2014 yılında ilk defa görülen negatif tasarruf oranları tüketim vergilerindeki büyük artışın hemen öncesinde hanehalkının özellikle dayanıklı mallar için ertelediği talebi öne çekmesinin bir sonucudur.

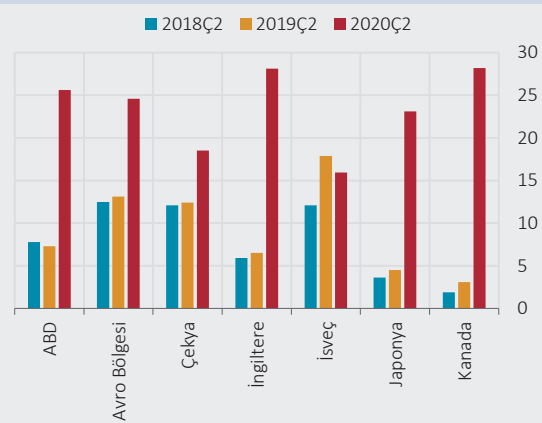
**Grafik II.1.II.1: Ülkelere Göre Hanehalkı Tasarruf Oranları (%)**



Kaynak: FED, Eurostat, ONS, Cabinet Office, StatCan

Dipnot: Hanehalkı tasarruf oranı hanehalkı tasarrufunun harcanabilir gelir ve emeklilik haklarından alacaklarına oranı olarak hesaplanmıştır.

**Grafik II.1.II.2: Ülkelere Göre Son Dönem Hanehalkı Tasarruf Oranları (%)**



Son Gözlem: 2020Q2

<sup>1</sup> Bireylerin likit kalma motivasyonu için ayrıca bkz: Gabrisch 2017. "Explaining trade imbalances in the euro area: Liquidity preference and the role of finance", PSL Quarterly Review, v. 70. Dutta and Kapur 1997. "Liquidity Preference and Financial Intermediation", Review of Economic Studies, v.65. Schalck 2017. "Tax measures and household financial behaviour: Evidence from France", The Q.R. of Economics and Finance, v. 66.

<sup>2</sup> Huggett ve diğ. 2000. "Understanding why high income households save more than low income households", Journal of Monetary Economics, v.42(2).

<sup>3</sup> Analize "Ulusal Hesaplar" istatistikleri altında hanehalkı tasarruf ve harcanabilir gelir tutarını veya tasarruf oranını çeyreklik bazda yayınlayan ülkeler dâhil edilmiştir.

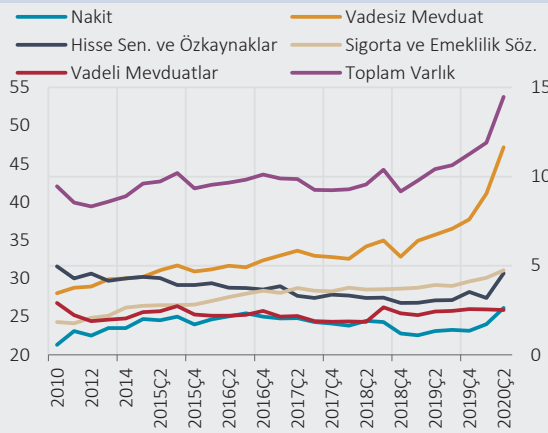


Serilerin tarihsel gelişimi analiz edildiğinde, 2020 yılı ikinci çeyreğinde tasarruf oranlarında gözlenen artışın daha önceki artış oranlarından farklılık gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu dönem salgının küresel boyutta etkisini hissettirdiği, ekonomik kapanmaların yaşandığı, salgına özgü ekonomik politikaların ve likidite adımlarının yoğun olarak uygulandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde hanehalkı tasarruf oranları önceki yıllara kıyasla dramatik bir artış sergilemiştir (Grafik II.1.II.2). Çekya tasarruf oranlarındaki artışın diğerlerine kıyasla sınırlı kalması, ilgili yazınla uyumlu şekilde kişi başı gelirin görece daha düşük olmasının doğal bir sonucu olarak değerlendirilmektedir. İsveç'te ise salgına yönelik izolasyon adımları uygulanmadığı için bireylerin günlük yaşamı karantina koşullarından çok fazla etkilenmemiş ve 2020 yılında tasarruf oranlarında artış gözlenmemiştir.

### Salgın Döneminde Türkiye'de Tasarruf Tercihleri

Türkiye için hanehalkı tasarruf oranlarının çeyreklik göstergesi olarak hanehalkı varlık kalemlerinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Türkiye'de hanehalkı, tasarruflarının büyük çoğunluğunu mevduat hesaplarında değerlendirmektedir.<sup>4</sup> Salgınla beraber yaşanan ekonomik ve sosyal kapanma döneminde vadeli mevduatların payı yatay seyrine devam ederken bireylerin nakit ihtiyaçlarını karşılayabilecek durumda olma eğilimi vadesiz mevduatlarda ciddi bir artış yaşanmasına neden olmuştur (Grafik II.1.II.3). Yılın ikinci çeyreğinde diğer varlık kalemlerinin paylarının da önceki dönemlere kıyasla artması, bireylerin ihtiyat saikiyle tasarruflarda bulunduğu işaret etmektedir (Grafik II.1.II.4). Mevduat faiz oranlarında gözlenen düşüşle beraber hisse senetleri ve para piyasası fonları başta olmak üzere alternatif yatırım araçlarının toplam varlıklar içindeki payı artmış, toplam varlıklar ise 2020 yılı ikinci çeyreğinde ciddi bir artış göstermiştir.

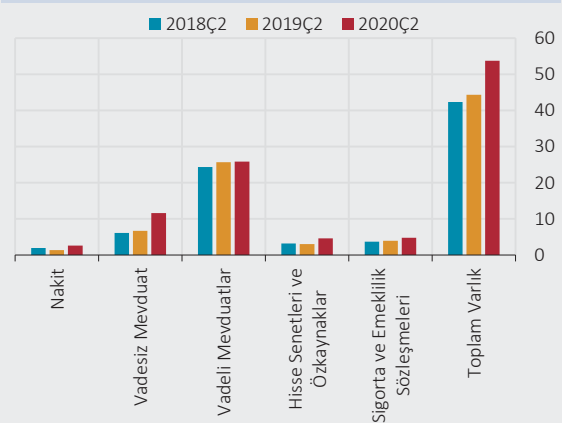
**Grafik II.1.II.3: Türkiye'de Hanehalkı Tasarruf Göstergelerinin Gelişimi (GSYİH Payları, %)**



Kaynak: TCMB

Dipnot: Analizde kullanılan veriler 2015 yılı öncesinde yıllık yayınlanırken 2015 ve sonrasında çeyreklik bazda yayınlanmaktadır.

**Grafik II.1.II.4: Türkiye'de Son Dönem Hanehalkı Tasarruf Göstergelerinin Gelişimi (GSYİH Payları, %)**



Son Gözlem: 2020Ç2

### Sonuç

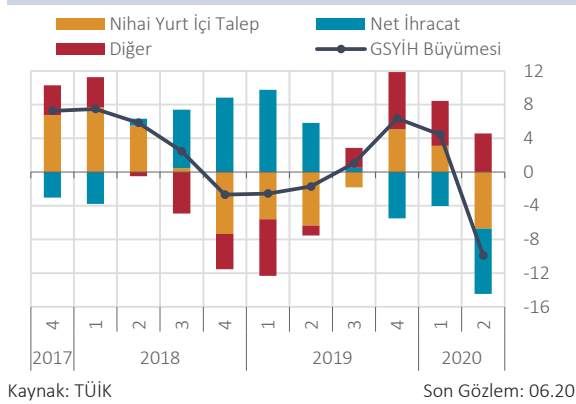
Salgın döneminde, hanehalkları küresel ölçekte daha önce görülmemiş seviyelerde tasarruflarını artırmıştır. Oluşan belirsizlik ortamının ve dolaşım kısıtlarının hem ülke içi hem de ülkeler arası faaliyetleri sınırlandırması bu artışta etkilidir. Bireylerin davranış değişikliğinde dolaşım kısıtlarıyla tüketim imkânlarındaki düşüş sebebiyle oluşan mecburi tasarrufun yanında salgının oluşturduğu belirsizlik ortamının ve yavaşlayan iktisadi aktivitenin istihdam ve gelirler üzerindeki baskısıyla oluşan ihtiyati tasarrufun da etkili olduğu değerlendirilmektedir.

<sup>4</sup> Detaylar için "Hanehalkı Gelişmeleri" bölümü Tablo III.1.1'e bakınız.

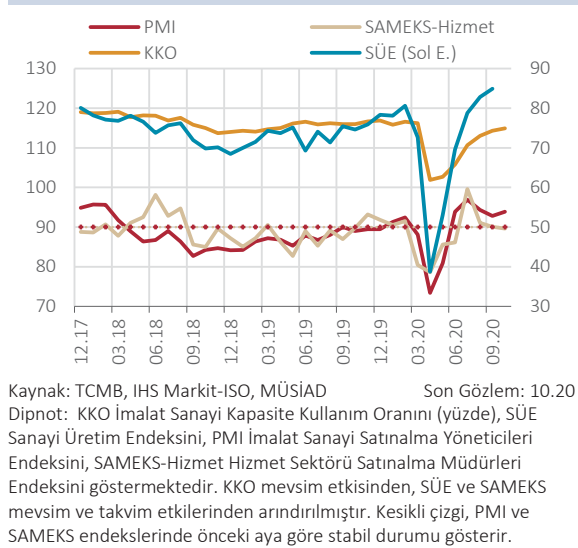
## II.2 Yurt İçi Temel Makroekonomik Gelişmeler

Koronavirüs salgınının küresel ticaret üzerindeki etkisiyle yılın ilk yarısında net ihracat yıllık büyümeye azaltıcı yönde etkide bulunurken, yılın ilk çeyreğinde nispeten güçlü seyreden yurt içi talep de ikinci çeyrekte gerilemiştir (Grafik II.2.1). Güncel göstergeler, gerek ülkemizde, gerekse küresel ölçekte uygulanan parasal ve mali tedbirler ile hızlı kredi büyümesinin katkısıyla iktisadi faaliyette Mayıs ayından itibaren V-tipi bir toparlanma eğilimine işaret etmektedir (Grafik II.2.2). Bununla birlikte, özellikle küresel ölçekte seyahat kısıtlamalarının kısmen devam etmesinin turizm faaliyetlerine olumsuz etkisinin ve hizmet sektöründe salgın kaynaklı kısıtlı hareketliliğin bir yansıması olarak, hizmet sektöründeki toparlanmanın daha sınırlı olması beklenmektedir. İktisadi faaliyetin belirgin şekilde toparlanmaya başlamasıyla, salgının etkilerini sınırlamaya yönelik alınan önlemlerin cari denge, finansal piyasalar ve tasarruf tercihleri üzerindeki yan etkileri göz önünde bulundurularak Ağustos ayında başlayan parasal sıkılaşma süreciyle birlikte, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın iç ve dış talep katkısıyla son çeyrekte ılımlı bir oranda süreceği öngörülmektedir.

**Grafik II.2.1: GSYİH Yıllık Büyümesi ve Harcama Yönünden Büyümeye Katkılar (% Puan)**

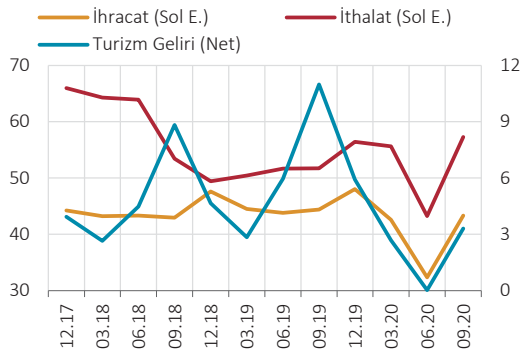


**Grafik II.2.2: İktisadi Faaliyete İlişkin Seçilmiş Öncü Göstergeler (Endeks, %)**

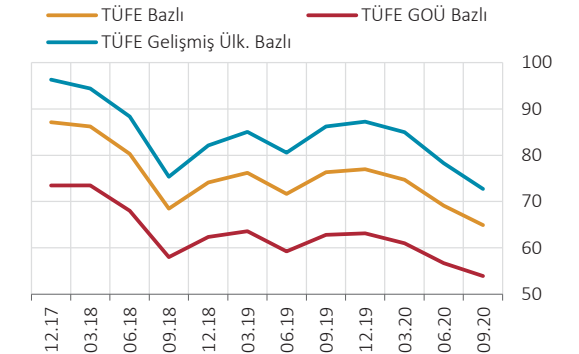


Küresel hareketliliği kısıtlayan salgın tedbirleri sonucunda turizm faaliyetleri 2020 yılı Nisan-Haziran döneminde durma noktasına gelmiştir. Yabancı ziyaretçi sayısında önemli paya sahip bazı gelişmiş ülke ve GOÜ'lerde seyahat kısıtlamalarının hafifletilmesiyle turizm gelirleri Temmuz ayından itibaren kısmi bir iyileşme göstermiş olmakla birlikte, önceki yılların belirgin şekilde altında kalmaya devam etmektedir (Grafik II.2.3). 2020 yılında ithalat altın talebi ve güçlü kredi ivmesinin etkisiyle artarken, reel efektif döviz kurundaki gerileme ithalat artışını sınırlamaktadır (Grafik II.2.4). Küresel büyüme görünümünün kademeli şekilde iyileşmesiyle birlikte önümüzdeki dönemde ihracat güçlü seyrini korurken, turizm sektörünün iktisadi faaliyete katkısı artabilecektir. Bununla birlikte, salgının yayılımını devam ettirmesi ve bazı gelişmiş ülkelerde ve GOÜ'lerde görülen yeni salgın dalgaları söz konusu görünüm üzerinde yüksek belirsizlik oluşturmaktadır.

İthalatın nispeten daha güçlü bir seyir izlemesiyle gerileme eğiliminde olan ihracatın ithalatı karşılama oranının, altın hariç tutulduğunda yıl ortalarından itibaren daha olumlu bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik II.2.5). Salgın dönemine özgü tedbirlerin tedrici olarak kaldırılması ve parasal sıkılaşmanın etkisiyle iktisadi faaliyette ve kredi büyümesinde başlayan yavaşlama ile son dönemdeki artış eğilimine rağmen salgın öncesine kıyasla halen düşük seyreden petrol fiyatlarının, önümüzdeki dönemde cari işlemler açığını sınırlayacağı değerlendirilmektedir.

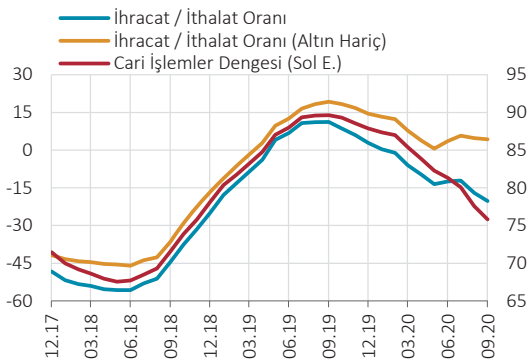
**Grafik II.2.3: Dış Ticaret ve Turizm Gelirleri (3 Aylık Toplam, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB, TÜİK  
Dipnot: Dış ticaret için genel ticaret sistemine göre ihracat (fob) ve ithalat (cif) verileri kullanılmıştır.

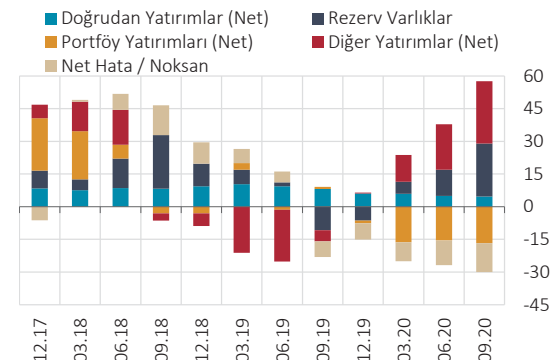
**Grafik II.2.4. Reel Efektif Döviz Kurları (2003=100, 3 Aylık ortalama)**

Kaynak: TCMB  
Son Gözlem: 09.20

Cari işlemler hesabının 2020 yılı ilk çeyreğinden itibaren yıllıklandırılmış bazda açık vermesi finansman ihtiyacını artırmıştır. Cari işlemlerin finansman yapısında son aylarda doğrudan yatırımların katkısı geçmiş yıllara kıyasla azalmakla beraber devam etmiştir (Grafik II.2.6). Büyük ölçüde YP kredi talebindeki azalış kaynaklı gerileyen borç çevirme oranlarının etkisiyle nakdi kredilerde net ödeyici olunmasına karşın efektif ve mevduatların etkisiyle diğer yatırımlarda net giriş sağlanmaktadır. Portföy akımları ülkeye özgü unsurların ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ülkemizde yılbaşından bu yana çıkış göstermiştir.

**Grafik II.2.5: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve Cari İşlemler Dengesi (12 Ay Birikimli, %)**

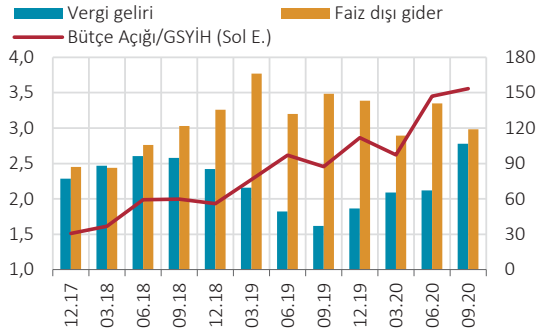
Kaynak: TCMB  
Son Gözlem: 09.20

**Grafik II.2.6: Cari İşlemler Dengesinin Finansman Kalemleri (12 Ay Birikimli, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB  
Son Gözlem: 09.20

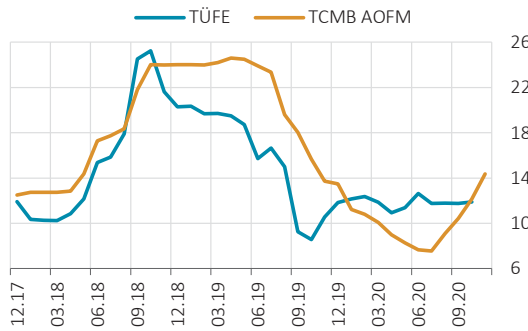
İktisadi faaliyetteki toparlanmayı destekleyen mali teşvik ve tedbirlerin yanı sıra kamu harcamalarındaki artış bütçe göstergelerine yansımış, faiz dışı harcamalar 2020 yılı ilk yarısında vergi gelirlerinin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, iç talepteki hızlı toparlanmaya bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde vergi gelirlerinde artış ve faiz dışı harcamalarda gerileme görülmüştür. Bu gelişme bütçe dengesindeki bozulmayı sınırlamıştır (Grafik II.2.7). İktisadi faaliyetin olumlu seyriyle vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranındaki yükselme eğiliminin sürmesi durumunda, bütçe açığının milli gelire oranındaki artışın önümüzdeki dönemde daha ılımlı bir seyir izleyebileceği düşünülmektedir.

İktisadi faaliyette görülen toparlanma, salgından özellikle hizmet sektörü kaynaklı olumsuz etkilenen işgücü piyasasına gecikmeli olarak ve daha sınırlı şekilde yansımıştır. Kısa çalışma ödeneği ve istihdam öncelikli kredi uygulamaları başta olmak üzere istihdamı korumaya yönelik tedbirler işsizlik oranında kaydedilen gerilemeye katkıda bulunurken, işgücüne katılım oranındaki düşüş son aylarda tersine dönerek işsizlik oranındaki azalışı sınırlamıştır (Grafik II.2.8).

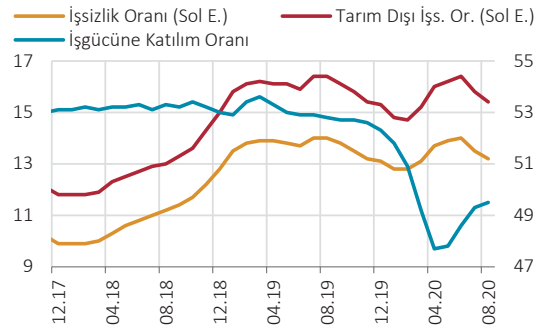
**Grafik II.2.7: Merkezi Yönetim Bütçe Göstergeleri (12 Ay Birikimli, Milyar TL ve %)**

Kaynak: HMB  
Dipnot: 2020 yılı üçüncü çeyrek GSYİH verisi, SÜE yıllık büyüme oranı kullanılarak hesaplanmıştır.

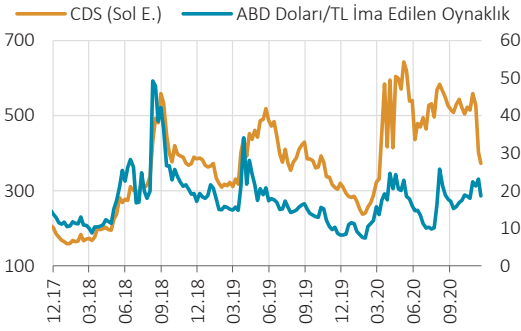
Mevcut Rapor döneminde, salgına bağlı maliyet artışları ile döviz kurunda ve kredilerde yaşanan gelişmeler talep yönlü dezenflasyonist etkileri sınırlarken, çekirdek enflasyon göstergelerinin eğiliminde yüksek bir seyir görülmüştür. Enflasyon görünümünde süregelen bozulmaya bağlı olarak TCMB tarafından 2020 yılı Eylül ayında 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 8,25'ten yüzde 10,25'e, gecelik borç verme faiz oranı yüzde 9,75'ten yüzde 11,75'e yükseltilmiştir. Geç likidite penceresi borç verme faiz oranı ise Eylül ayında yüzde 11,25'ten yüzde 13,25'e, Ekim ayında yüzde 14,75'e yükseltilmiştir. Piyasalara açık piyasa işlemleri yoluyla fonlamanın ağırlıklı olarak faiz koridoru üst bandından sağlanmasıyla birlikte uygulanmakta olan likidite yönetimi çerçevesinde AOFSM yılın üçüncü çeyreğinde artış eğilimi göstermiştir (Grafik II.2.9). Öte yandan, TCMB tarafından Kasım ayında 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 15'e yükseltilirken, öngörülebilirliği ve para politikasının etkinliğini artırmak amaçlarıyla likidite yönetimi operasyonel çerçevesinde değişikliğe gidilerek kısa vadeli fonlamanın tamamının politika faizinden yapılmasına karar verilmiştir.

**Grafik II.2.9: Enflasyon ve Politika Faizi Gelişmeleri (Yıllık % Değişim, Aylık Ortalama %)**

Kaynak: TCMB, TÜİK  
Dipnot: AOFM, günlük fonlama miktarlarıyla ağırlıklandırılmış aylık ortalama değerleri göstermektedir.

**Grafik II.2.8: İşgücü Piyasası Göstergeleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**

Kaynak: TÜİK  
Son Gözlem: 08.20

**Grafik II.2.10: CDS Primi ve Kur Oynaklığı (Baz Puan)**

Kaynak: Bloomberg  
Dipnot: CDS primi 5 yıl vadeli; kur oynaklığı 1 ay vadeli.

Küresel portföy akımlarında salgın kaynaklı belirsizliklerin yol açtığı dalgalı yapının bir yansıması olarak, Türkiye'nin risk priminde ve opsiyonların ima ettiği kur oynaklığında 2019 yılındaki gerileme eğiliminin 2020 yılının ilk aylarından itibaren tersine döndüğü ve özellikle risk priminin ülkeye özgü faktörlerin de etkisiyle yükseldiği görülmüştür (Grafik II.2.10). Salgına ilişkin görünümün olumluya dönmesiyle birlikte politika tedbirlerinin tedrici olarak kaldırılması ile belirgin parasal sıkılaşma ve enflasyon odaklı para politikası sonucunda, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici para politikalarının etkisiyle oluşabilecek olumlu küresel likidite koşullarının risk primlerine düşürücü yönde etki yapabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim Kasım ayında politika faiz artışı ve para politikasının operasyonel çerçevesinin sadeleştirilmesi sonrasında risk primlerinde belirgin bir düşüş görülmüştür.