

Covid-19: Senaryolar, karantina uygulaması, reaksiyon, toparlanma

Koronavirüs sonrasında küresel ekonomiye ve finansal piyasalara yönelik dört senaryo



THINK Ekonomik ve Finansal Analiz

02 Nisan 2020



Follow us
@ING_Economics

Virüsün getirdiği buzul çağı



ING'den Carsten Brzeski'nin Covid-19'a ilişkin ekonomik gerçekler, geleceğe yönelik senaryolarımız ve Hollywood filmi senaryosu gibi görünen yaşamın gerçekliği hakkındaki görüşleri

Genelde ekonomistlerin, gerçekte işin aslını bilmeden konulara makro, bütünsel veya kimi zaman modası geçmiş bir bakışla yaklaşarak hayaller âleminde yaşadıkları söylenir.

Bu mitleri hiç çürütmeye çalışmayacağım bile, ancak artık hepimizin aynı gemide olduğu tam anlamıyla gerçek. Covid-19 salgını herkesi etkilemekte. İş yaşamı dengesini evden çalışma ve çok daha fazlası bakımından yeniden şekillendiren bir virüs; sınırlarda durmaz, meslekler, karantina uygulamaları, sosyal temastan kaçınma, süpermarketlerdeki boş raflar, ölümlerin sayıları arasında ayırım yapmaz. Yılın başında bir Hollywood filminin senaryosuna benzeyen şey (2011 yılı yapımı "Salgın" adlı filmi tavsiye edebilirim.) gerçeğe dönüştü.

Eşi benzeri görülmemiş ekonomik sonuçlara sahip olan bir gerçek.

“Bu, ekonomik faaliyetin birden bire durması... virüsün getirdiği buzul çağı”

Çin'deki tedarik zinciri kesintilerinin ardından ilkin Çin'in, ardından onu izleyen ülkelerin karantina uygulamasına girmesiyle arz tarafında bir şok olarak başlayıp talep tarafındaki bir şok haline gelerek bugün ekonominin pek çok sektörünün durmasına dönüştü. Resesyon, bugün şahitlik etmekte olduğumuz şeyin doğru tanımı olamaz. Ekonomik faaliyetin sadece birkaç gün veya hafta içerisinde 100'den sıfıra geldiği ani bir durma bu. Virüsün getirdiği buzul çağı...

Dünya genelinde hükümetler, sağlık sorunlarını ekonomik çıkarlarla dengelemek zorundalar. Karantina uygulamaları, "eğrinin düzleştirilmesine" yönelik yapay komayla kıyaslanabilir. Hastanın hayata geri döndürülmesi sonrasında sağlığının halen iyi olmasının sağlanması bakımından gerek hükümetlerden gerek merkez bankalarından gelen devasa kurtarma paketleri hayati can damarlarını teşkil etmekte.

Bu zamanlarda, yeterli ekonomik tahminlerde bulunulması bugüne kadar olduğundan çok daha zor. Yapabileceğimiz en iyi şey, karantina uygulamasının uzunluğuna ve virüsün yayılmasına ilişkin farklı senaryolara dayalı olarak çeşitli olası sonuçları tanımlamaktır. Sonuç olarak, bu Aylık Güncelleme'de dört senaryomuzu sunmak istemekteyiz.

Bazı durum senaryomuzda, sosyal temastan kaçınma ve seyahat kısıtlamalarının karantina uygulamalarının ötesinde dahi devam etmesinin muhtemel olmasına bağlı olarak geniş dipli bir U-biçimli toparlanma öngörülmektedir. 2020'nin ilk yarısında çoğu ekonominin ciddi bir daralma yaşaması sonrasında, çoğu ekonominin 2022'de kriz öncesi seviyelerine geri gelmesiyle hafif bir toparlanma söz konusu olabilecektir. Daha olumsuz senaryolarda, kriz öncesi seviyelerine geri dönülmesi 2023'e kadar, hatta daha sonrasında gerçekleşebilecektir.

Farklı senaryolarda Covid-19'un ekonomik etkisi hakkında bir takım kılavuz bilgiler verilmekle birlikte, hâlihazırda birçok önemli başka sorun mevcuttur. Merkez bankalarının cephanesi kalır mı? Mali politikalar için son aşama nedir? Hangi Euro Bölgesi ülkeleri en kırılgandır? Artık Euro tahvilin zamanı mıdır? Karantina uygulaması tedbirlerinden çıkış nasıl gerçekleşebilecek? Bununla birlikte, günün birinde kriz sona erecek. Dünya o zaman nasıl görünecek?

Ekonomik Aylık Güncelleme'mizin bu baskısında Araştırma Ekibi'miz tarafından bir takım düşündürücü unsurlar ortaya koyulmakta.

Bu arada, sağlıklı kalın.

Carsten Brzeski, Frankfurt +49 69 27 222 64455

Covid-19: Senaryolar, karantina uygulaması, reaksiyon, toparlanma

Virüsün getirdiği buzul çağı

- ING'den Carsten Brzeski'nin Covid-19'a ilişkin ekonomik gerçekler, geleceğe yönelik senaryolarımız ve Hollywood filmi senaryosu gibi görünen yaşamın gerçekliği hakkındaki görüşleri

Covid-19 sonrasında küresel ekonomi için dört senaryo

ABD: Tek yol çıkış!

- Mart ve nisan boyunca sarsılmasının ardından, sınırlama tedbirlerinin hafifletilmesi sonrasında ekonomi genel olarak toparlanacaktır. Bununla birlikte, bazı kısımlar mücadeleye devam ederken bazıları sonsuza kadar değişmiş olacaktır.

Euro Bölgesi: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla daralması büyük durgunluğa rakip olacak

- Çoğu Euro Bölgesi ülkesinin kısmen veya tümüyle karantina uygulaması halinde olmasıyla Gayri Safi Yurt İçi Hasıla daralmasının bu yıl büyük durgunluğa rakip olması muhtemel. Avrupa Merkez Bankası tarafından sonunda masaya büyük bir parasal paket koyulurken ortak bir Avrupa mali yaklaşımı halen çok uzakta görünmekte.

Çin: Toparlanma yol haritası hazırlamakta

- Çin'de Wuhan şehrindeki karantina uygulamasının gevşetilmesine karar verilmesine karşın çoğu şehirde sosyal temastan kaçınılmasına yönelik sıkı tedbirler halen uygulanmakta. Bu, ekonomik toparlanmanın tekrar yoluna koyulması için ilk adım. Aynı zamanda mali politikalar ve para politikaları da uygulanmakta, peki bunlar işe yarayacak mı?

BK: Çarpıcı canlandırmaya rağmen ekonomik zorluklar oluşmaya devam etmekte

- Birleşik Krallık hükümetinin mali müdahalesi iyi tasarlanmış nitelikte, ancak birtakım planlara ilişkin detayların yeni yeni ortaya çıkmasıyla zor olan şimdilerde paranın işletmelere etkili bir şekilde yönlendirilmesi olacak. Brexit sonrası geçiş döneminin uzatılması muhtemel görünmekte.

Japonya: "Hayırlı" bir küresel salgın

- Koronavirüs vakalarını erken kontrol altına alan Japonya'da bu vakaların daha hızlı ortaya çıktığı görülmekte ve karantinaların uygulanması muhtemel. %10'a veya daha fazlasına eşit olan mali canlandırma gitide tartışılmakta.

Döviz: Dolara güvenmiyoruz

- Finansal piyasalardaki büyük düzeltmeler göz önünde bulundurulduğunda şimdilerde şu sorularla karşılaşılıyor: "Yanlış fiyatlandırılan ne?" Dolar karşısındaki %10-20'lik düşüşler emtia ve gelişmekte olan piyasaların para birimlerinde ciddi fiyat düşüşlerinin olduğunu iddia etmekte. Muhtemelen önümüzdeki haftalarda olmak üzere, ABD doları fon piyasalarındaki ayrılmaya çözüm bulunmuş ve piyasalara bir miktar hafif getiri sağlanmışken doların yüksek fiyatlanmasını görmeyi bekleyeceğiz.

Orta ve Doğu Avrupa Döviz: Daha da gevşeyen negatif büyüme

- Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin 2020'nin 2. çeyreğinde dibi oluşturarak 2020'de negatif büyüme yaşamaları gerekmektedir. Bölgedeki tüm bankalar tam gevşeme modundalar. Çek Cumhuriyeti'nden daha fazla kesinti ve Macaristan'dan parasal genişlemeler beklemekteyiz. Döviz müdahalelerinin görülmesiyle Orta ve Doğu Avrupa dövizlerinin tasfiye edilme temposu hafifleyecektir. Zaten sıkı yönetilmekte olan Romanya leji global olarak kazananlardan biri olmaya devam etmekte.

Oranlar: Düşük savrulma

- Oranlar düşük kalmak zorunda. Ne yazık ki beklenmeyen çok çeyrekli bir kapanış sonrasında oranlar bu aşamaya zor yoldan gelebilecektir. "Normale" hızlı dönüşe yönelik rüya senaryo halinde dahi oranların düşük tutulması gerekmektedir. Baz görüşümüz, ABD 2 yılının sıfıra ulaşması ve 10 yılının 50 baz puanının altına gelmesi aralığıdır. Oranlardaki arza odaklı artışa dair işaretler Fed tarafından bastırılacaktır.

Dünyanın acil durum ekonomik tedbirleri ne şekilde karşılaştırılıyor

Mali harcama kurtarmaya

Bu zamana kadarki para politikası

Sorularınızın yanıtları

Karantina uygulaması ne zaman gerçekten sona erecek?

Hangi Euro Bölgesi ülkeleri en kırılgandır?

Artık (Euro) Corona tahvilin zamanı mıdır?

Covid sonrasında dünya nasıl görünecek?

Acil durum mali politikası ile para politikası için son aşama nedir?

Koronavirüs değer zinciri şokundan en çok darbe gören ülkeler?

Covid-19 gelişmekte olan piyasalardaki kamu borcu sıkıntılarında oluşan bir miras bırakabilir mi?

Carsten Brzeski

Rob Carnell

Carlo Cocuzzo

Bert Colijn

Padhraic Garvey

James Knightley

Petr Krpata

Raoul Leering

Iris Pang

Trieu Pham

James Smith

Timme Spakman

Steven Trypsteen

Chris Turner

Covid-19 sonrasında küresel ekonomi için dört senaryo

Hızla değişen bu ortamda önümüzdeki 1,5 yıl içerisinde ekonominin nasıl bir değişim sergileyeceğini bildiğimizi iddia etmek yerine senaryoları düşünmemiz gerekir. Virüse, karantina uygulaması tedbirlerine ve son olarak da farklı ekonomilerin nasıl bir değişim sergileyeceğine yönelik dört senaryo oluşturduk. Hiç şüphesiz ki bu senaryolarla dahi gerçeğin tam olarak öngörülmesi mümkün değildir; yine de bu senaryoların ekstrem durumlara ve orta noktaya yönelik bir gösterge sunabileceğini umut etmekteyiz. Her bir durumda, bunların öngörüler olarak yorumlanmamasını amaçladığımızı vurgulamakla birlikte söz konusu senaryoları tetikleyen birtakım olası sağlık faktörlerini belirledik.

Gerçek GSYİH büyümesi (aksi belirtilmediği sürece bir önceki yılın aynı çeyreğine göre % olarak yıllık esasta hesaplanmıştır) ve piyasa tahminleri

Senaryo 1 - Baz Durum

	2020					2021				
	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl
Amerika Birleşik Devletleri	-6.0	-40	22	10	-7.0	5.0	4.0	3.5	3.0	3.4
Euro Bölgesi	-15.2	-16	13	7.5	-5.0	2.5	2.0	2.0	2.0	3.2
Çin (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre %)	3.6	3.9	4.0	4.5	4.0	5.8	5.9	5.6	5.7	5.8
Japonya	-1	-26	18	2.0	-4.9	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9
Birleşik Krallık	-5.5	-35	20	8.0	-6.1	3.5	2.4	1.5	0.5	2.6
EUR/USD	1.10	1.12	1.15	1.20		1.18	1.15	1.12	1.10	
USD/JPY	107	105	100	100		102	105	108	110	
US 10-yıllık getiri (%)	0.65	0.50	0.75	0.75		1.00	1.00	1.25	1.50	

Senaryo 2 - Karantina uygulamalarının kışın geri gelmesi

	2020					2021				
	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl
Amerika Birleşik Devletleri	-6.0	-40	22	-9.5	-8.1	1.0	9.0	13.5	9.0	1.2
Euro Bölgesi	-15.2	-16	13	-6.0	-5.8	1.0	5.5	2.5	2.5	0.5
Çin (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre %)	3.6	3.9	2.0	1.0	2.6	1.0	2.0	4.0	5.0	3.0
Japonya	-1.0	-44	17	-22	-11	29	15	15	6.0	5.0
Birleşik Krallık	-5.5	-35	20	-9.0	-7.1	4.5	11	5.5	3.0	1.8
EUR/USD	1.10	1.12	1.15	1.20		1.18	1.15	1.12	1.10	
USD/JPY	107	105	100	100		102	105	108	110	
US 10-yıllık getiri (%)	0.65	0.50	0.50	0.50		0.50	0.75	0.75	1.00	

Senaryo 3 - "En İyi Durum"

	2020					2021				
	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl
Amerika Birleşik Devletleri	-6.0	-24	15	6.5	-3.6	4.5	3.0	3.0	2.5	3.4
Euro Bölgesi	-15.2	-4.5	10	4.0	-3.2	2.5	2.0	2.0	2.0	3.1
Çin (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre %)	3.6	4.5	4.8	5.1	4.5	6.0	6.0	5.8	5.9	5.9
Japonya	-1.7	0.4	0.9	0.9	-0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Birleşik Krallık	-5.5	-21	20	4.0	-3.1	1.0	1.5	1.0	1.0	2.1
EUR/USD	1.10	1.15	1.15	1.15		1.12	1.10	1.08	1.05	
USD/JPY	107	105	105	105		108	110	110	112	
US 10-yıllık getiri (%)	0.65	1.00	1.25	1.50		1.50	1.75	1.75	1.75	

Senaryo 4 - "En Kötü Durum"

	2020					2021				
	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl
Amerika Birleşik Devletleri	-6.0	-55	-10	0.0	-14.9	3.0	23	21	9.0	1.2
Euro Bölgesi	-15.2	-50	-8.0	0.0	-16.1	4.0	30	20	10	3.3
Çin (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre %)	3.6	3.0	0.0	-5.0	0.4	-7.0	1.0	4.0	6.0	1.0
Japonya	-1.0	-47	-11	-19	-14	27	21	14	6.0	2.0
Birleşik Krallık	-5.5	-46	-12	1.0	-13.1	8.0	21	17	6.5	2.3
EUR/USD	1.10	1.05	1.10	1.20		1.30	1.20	1.18	1.15	
USD/JPY	107	110	100	90		95	100	102	105	
US 10-yıllık getiri (%)	0.65	0.25	0.25	0.25		0.25	0.50	0.50	0.50	

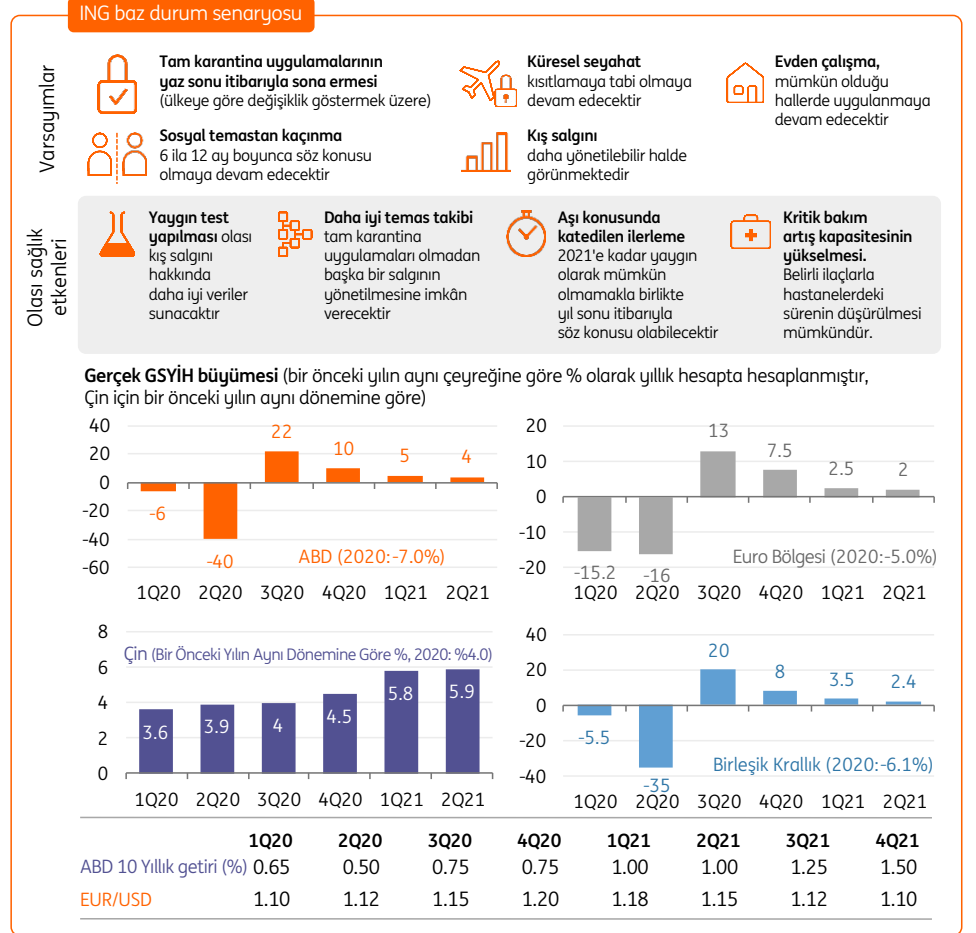
Kaynak: ING (Çoğu büyüme tahmininin en yakın tam veya yarıyı sayıya yuvarlandığını dikkate alınız.)

Senaryo 1: En iyi durum senaryomuz

En iyi durum senaryomuzu ve büyük çaplı ekonomiler için bunun ne anlama geldiğini en son aylık güncellememizin diğer kısımlarında ele aldık. Bu senaryoda, tümüyle olmasa dahi karantina uygulamalarının eğriyi düzeltebileceği varsayılmaktadır. Sosyo-ekonomik gerilimler ve belirgin ekonomik yansıma göz önünde bulundurulduğunda, karantina uygulaması tedbirlerinin gevşetilmesine ilkin Avrupa hükümetleri tarafından nisan sonunda karar verilecektir. Bunu mayıs ayında diğerleri izleyecektir. Normallığe geri dönüş ve sosyal temastan kaçınma en azından tüm yaz boyunca devam edecektir.

Evden çalışabilenlerin oranı öngörülebilir gelecekte bu şekilde olmaya devam edecektir. Bu arada, sosyalleşebileceğiniz yerler (pub'lar, sinemalar, vb.) katı mesafe koyma kurallarının uygulanmasıyla açılmaya başlayacaktır. Küresel seyahat kısıtlamaya tabi olmaya devam edecek olmakla birlikte, aşı geliştirme ile daha yaygın test yapma kapasitesinin ve kritik sağlık hizmetlerindeki daha yüksek artış kapasitesinin birleşimi, kuzeyden gelen kışa yaklaşmamıza bağlı olarak virüsün tekrar yayılması halinde tam karantina uygulamalarından büyük ölçüde kaçınılabilmesi anlamına gelmektedir. Sonuç olarak, ekonominin toparlanması u-biçimli olacaktır. Bununla birlikte, çoğu ülke tarafından ekonomik faaliyette finansal kriz sırasında olandan çok daha sert bir gerileme yaşanacaktır.

Şekil 1 - Bir bakışta baz durum senaryomuz



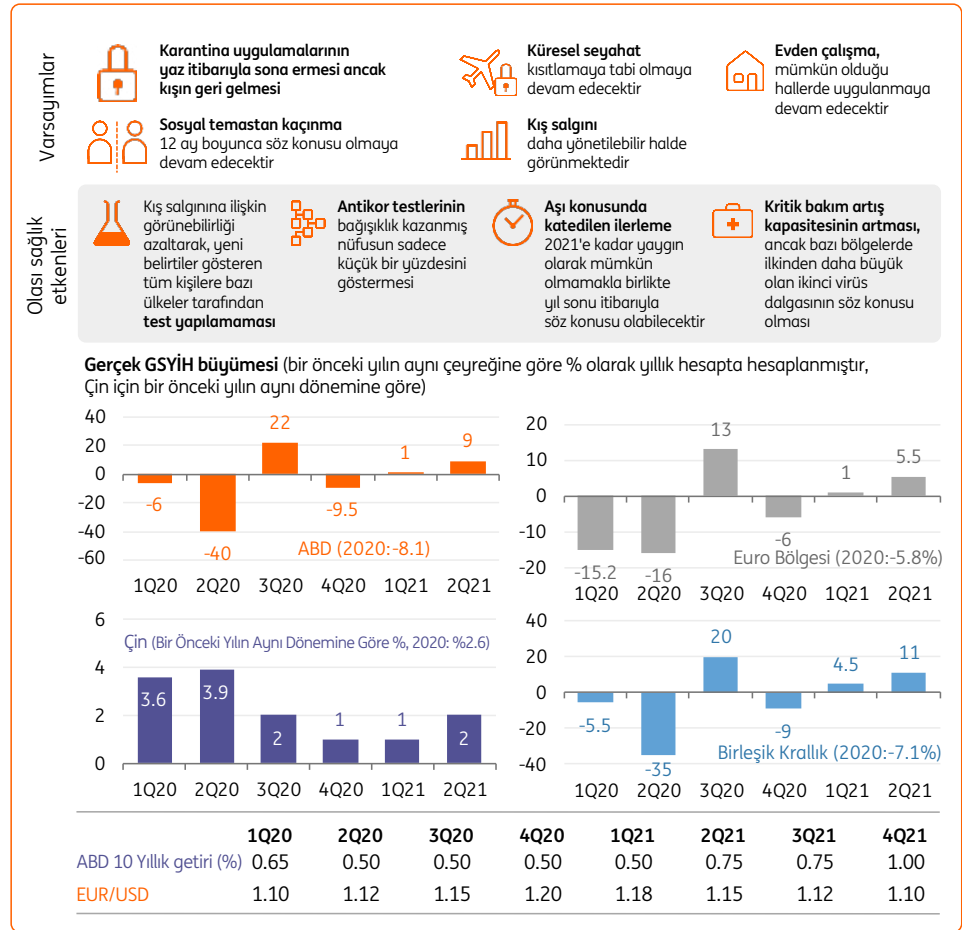
Kaynak: ING

Senaryo 2: Karantina uygulamalarının kışın geri gelmesi

Baz durum senaryomuzdan hafif bir farklılık söz konusudur. Karantina uygulaması tedbirlerinin mayıs ve haziran aylarında aşamalı olarak gevşetilmesiyle hemen hemen aynı şekilde başlayacaktır. Bununla birlikte, bu senaryoda, virüs sonbaharda geri gelmekte ve daha yaygın test yapma çabalarına ve temas takibine karşın, yeni yayılım çoğu ekonomiyi karantina uygulamasına geri sokmaktadır.

Kriz yönetimi 2020 ilkbaharı'nda daha fazla tecrübe edilmekte ve bazı bölgeleri ve sektörleri kapsayacak ve buralarda işleyecek şekilde korunarak sınırlama tedbirlerinin daha özel bir şekilde uyarlanması söz konusu olabilecektir. Gösterge amaçları doğrultusunda, virüsün tekrar kontrol altına alınmasının ve toplumların normale geri dönmeye başlamasının 2021 yılının Nisan ayı öncesinde gerçekleşeceğini varsaymaktayız. Bu da bir "W-biçimli toparlanma" anlamına gelmektedir. GSYİH büyümesi, 2021'de baz durum senaryomuzda olandan daha yüksek olmak üzere 2020'de daha düşük olacaktır. Bununla birlikte, çoğu ekonominin kriz öncesi seviyelerine geri gelmesi 2022 sonuna kadar sürebilecektir.

Şekil 2 - Bir bakışta 2. senaryo



Kaynak: ING

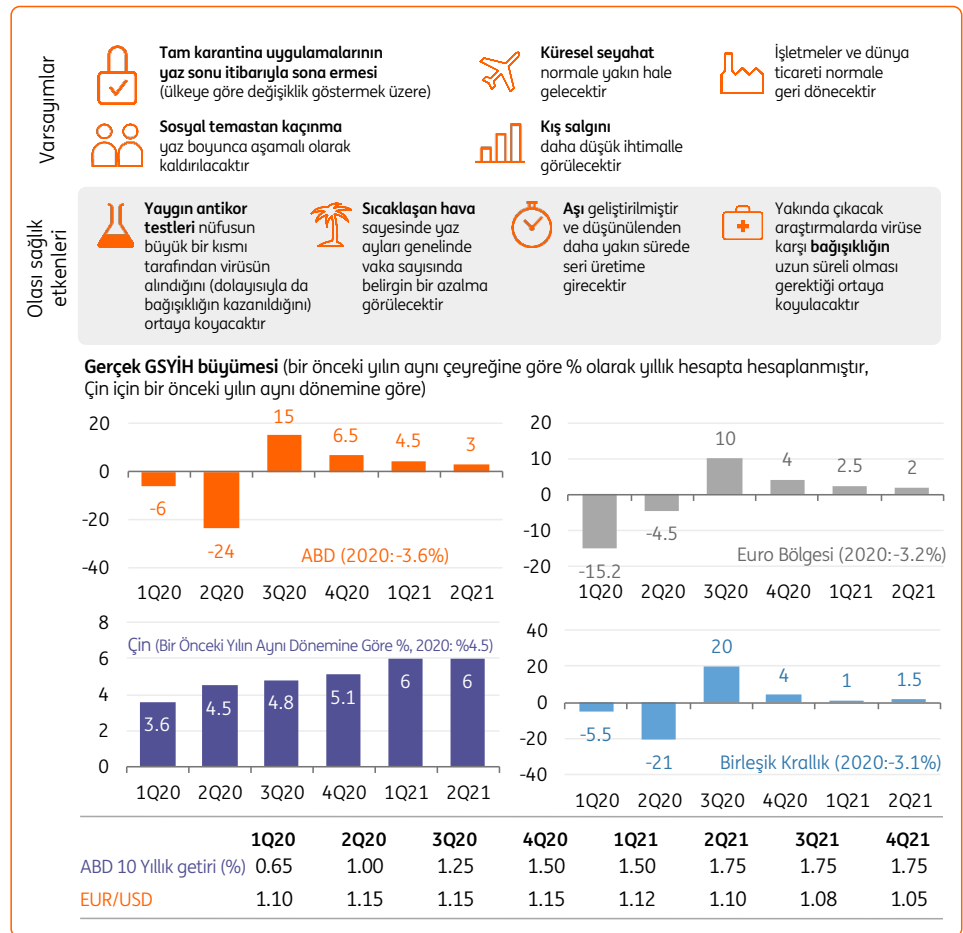
Senaryo 3: "En İyi" durum senaryosu

"En iyi" durum senaryomuzda, yeni enfeksiyonlara ilişkin eğri düzleştirilir düzleştirilmez karantina uygulamalarının sonlandırılmasıyla Batı dünyası tarafından Çin'in ayak izleri takip edilmektedir. Normale hızlı bir geri dönüşün nisan sonuna doğru gerçekleştirilmesi varsayılmaktadır. Bu senaryoda, beklenenden daha büyük bir oranda kişinin virüsü zaten almış ve bağışıklık oluşturmuş olması veya kontrol tedbirlerinin çok daha etkili hale gelmesi sebebiyle virüsün kışın tekrar geri gelmeyeceği varsayılmaktadır.

Böyle bir halde dahi ekonomik kayıplar hemen telafi edilmeyecektir. Bununla birlikte, karantinalar, likidite desteği ve kısa süreli çalışma programları gibi hükümet tedbirleriyle hızlı ve güçlü bir iyileşme desteklenecektir. Karantina uygulaması tedbirlerinin sonlandırılmasına ilişkin zamanlama bakımından ülkeler genelindeki bir takım farklılıklara bakılmaksızın, bu etkili bir "v-biçimli" toparlanma senaryosudur.

Bu senaryoda, çoğu ekonomi tarafından bir önceki yılın aynı dönemine göre %2-3 dolaylarında orta düzeyde bir resesyon yaşanabilecek olmakla birlikte, 2021'deki büyüme, çoğu ülkeyi kriz öncesi seviyelere geri getirerek hızlanabilecektir.

Şekil 3 - Bir bakışta 3. senaryo



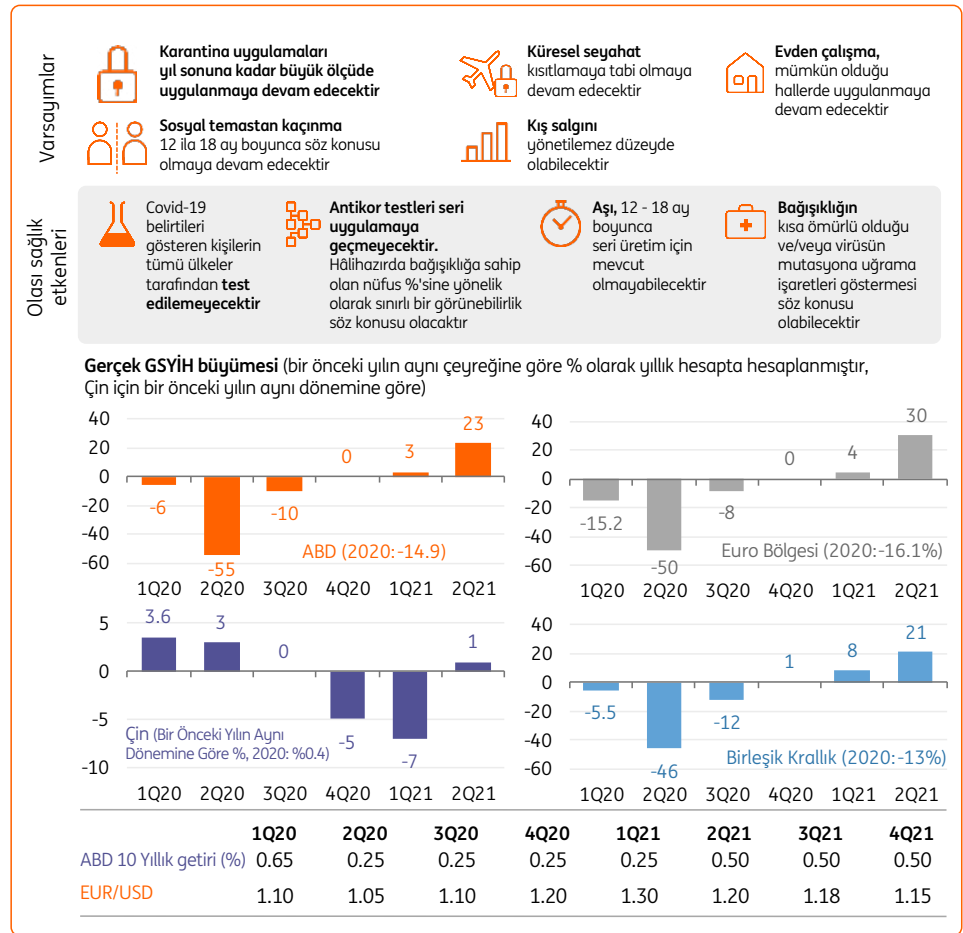
Kaynak: ING

Senaryo 4: "En Kötü Durum" Senaryosu

Global ekonominin sahip olabileceği görünüme yönelik en kötü durum senaryosu hakkında bir izlenim uyandırmak üzere, bu senaryoda, karantina uygulaması tedbirlerinin yıl sonuna kadar devam edeceğini varsaymaktayız. Belki aşının geliştirilmesi ve kış aylarında kullanıma sunulabilmesiyle işlerin 2021'in 2. çeyreğinde normale dönmesini varsaymaktayız. Virüsün tamamen kontrol altına alınacağını varsayılmasına bağlı olarak buradaki toparlanma, farklı senaryolardakilerden bir nebze daha hızlı ve güçlü olabilecektir. Bu da "L-biçimli" toparlanma senaryosu anlamına gelmektedir. Elbette ki bu senaryo, çok fazla ekonomik, sosyal ve siyasi karışıklığın olduğu ve bu aşamada pek de muhtemel görünmeyen ekstrem bir senaryodur.

Bu senaryoda, çoğu ekonomi tarafından, bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık esasta hesaplanmış olarak %50 dolaylarında olmak üzere 2020'nin 2. çeyreğinde eşî benzeri görülmemiş ve neredeyse akıl almaz bir daralma yaşanabilecektir. 2020 yılı, çoğu ekonominin söz konusu yıl için bir bütün olarak çift haneli oranlarda daralma yaşamayla tarih kitaplarına, bugüne kadar yaşanan en şiddetli resesyonların yılı olarak geçebilecektir. 2021'deki iyileşme nispeten sessiz olabilecek ve çoğu ekonomi tarafından kriz öncesi seviyelerine geri dönülmesi 2023'e kadar söz konusu olmayabilecektir.

Şekil 4 - Bir bakışta 4. senaryo



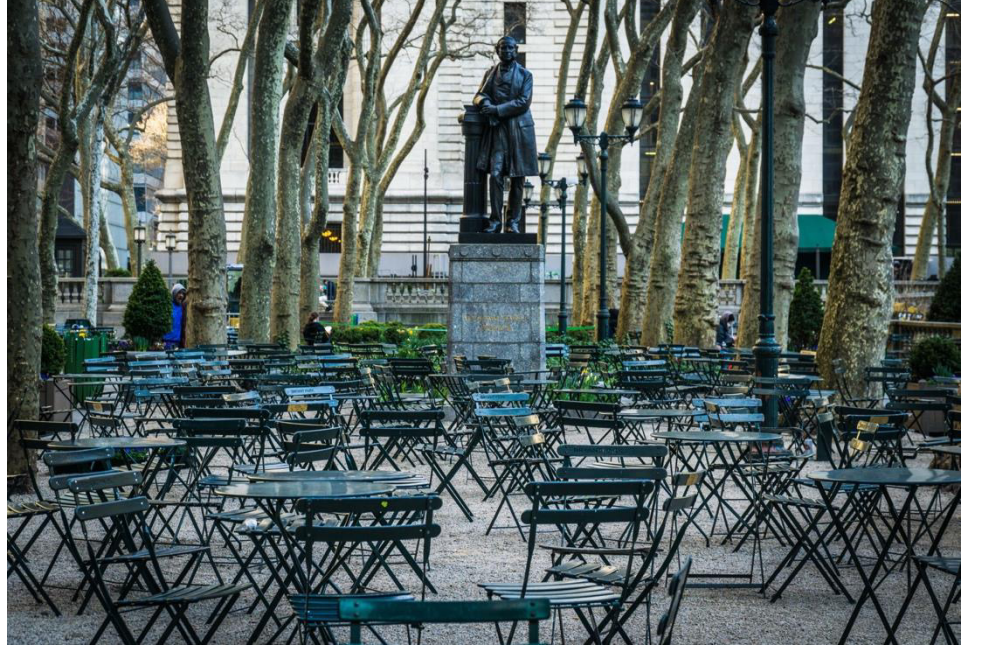
Kaynak: ING

James Knightley

Baş Uluslararası Ekonomist
New York +1 646 424 8618
james.knightley@ing.com

ABD: Tek yol çıkış!

Mart ve nisan boyunca sarsılması sonrasında, sınırlama tedbirlerinin hafifletilmesinin ardından ekonomi genel olarak toparlanacaktır. Bununla birlikte, bazı kısımlar mücadeleye devam edecek, bazıları ise sonsuza dek değişecektir.

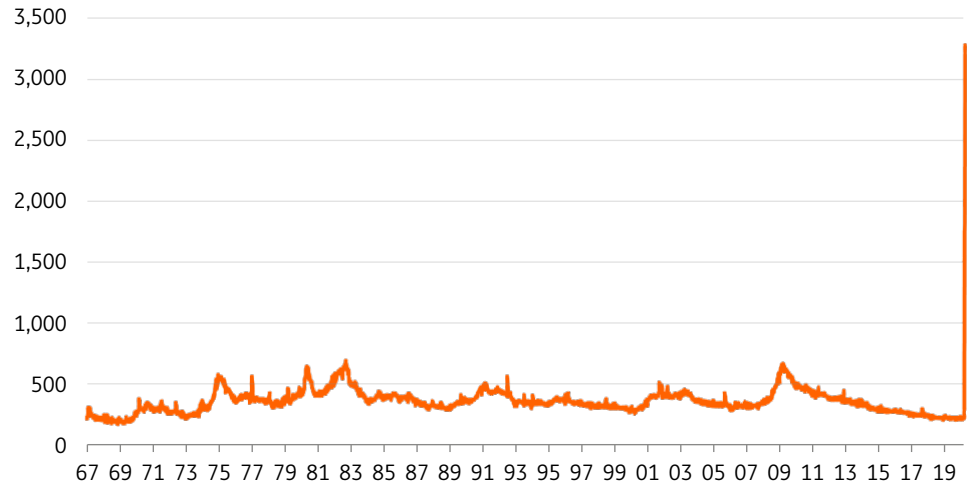


Sınırlama devam ediyor

Başkan Trump, Covid-19 ile ilgili kısıtlamaların gevşetilmesine yönelik hedefini Paskalya dönemine bırakmak zorunda kaldı. Vaka sayısının ve potansiyel olarak yüz binlerce can kaybına yönelik uyarıların giderek artması, sosyal etkileşimin ve zorunlu olmayan seyahatlerin önlenmesine yönelik talimatların en azından 30 Nisan'a kadar yürürlükte kalmaya devam edeceğini gösterdi. Hâlihazırda 32 eyalette uygulanmakta olan evde kalma emirlerinin yanı sıra geri kalan eyaletlerdeki birçok şehirde zorunlu olmayan ticari işletmelerin kapatılmasına yönelik emirlerin uygulanmasıyla ABD nüfusunun dörtte üçü için artık daha katı tedbirler uygulanmakta.

Ekonomik yansıma ortada. Restoranların, barların, perakendecilerin karantina uygulaması sebebiyle kapatılmasına bağlı olarak 21 Mart haftasında 3,3 milyon kişi tarafından işsizlik ödemesi talebi başvurusunda bulunuldu. Evden çalışma emirlerinin sayısının artması ve tüm işlerin bu şekilde gerçekleştirilememesi sebebiyle işsizlik, sektörler genelinde yayılacak ve muhtemelen hızlanacaktır.

Hazine Bakanı Steven Mnuchin tarafından işsizlik oranının %20'ye çıkmasına yönelik tahminde bulunulurken St. Louis Merkez Bankası Başkanı James Bullard tarafından işsizliğin potansiyel olarak %30'a ulaşacağı dile getirildi. Böyle bir senaryo, işsiz kalan kişi sayısının birkaç ay içerisinde 50 milyon dolaylarına ulaşarak şubat ayı içerisinde altı milyonun biraz altına ulaşması anlamına gelecektir.

Şekil 5 - ABD haftalık işsizlik sigortası başvuru sayısı (000 olarak)

Kaynak: CEIC

Paradan duvar

Bu korkular, federal hükümet tarafından 2 trilyon \$'lık bir finansal paketin hızlıca onaylanmasına yol açtı. GSYİH'nın %10'unun birazcık altına tekabül eden bu pakette; hane halkına ve işletmelere doğrudan destek sunan ve hastanelere 130 milyar \$, sağlık sorunlarının üstesinden gelmelerine yardımcı olabilmek üzere eyalet hükümetlerine ve yerel yönetimlere fazladan 150 milyar \$ sunan tedbirler yer almaktadır. Aynı zamanda, işçilerin bordroda tutulmasını teşvik edecek bir yol olarak oluşturulmak üzere küçük işletmelere yönelik bir kredi verme programının finansmanı için 350 milyar \$ söz konusudur.

Düşük ve orta düzeyde gelir sahiplerine yönelik 1.200 \$'lık ödemeden ve çocuk başına 500 \$'dan oluşan başka bir itici güç daha mevcuttur. Bununla birlikte, işlerini kaybedenler için bu para çok uzun süre dayanmayacaktır. Ulusal sınırlama kısıtlamalarının genişletilmesine ve bu sayede en azından ayın sonuna kadar iş bulma şansının sınırlandırılmasına bağlı olarak ilave destek talebinin söz konusu olacağından kuşkulandırmaktayız.

Finansal piyasalardaki endişenin ekonomi için olumsuz tarafı alevlendirme riskinden korkarak ABD Merkez Bankası tarafından benzeri görülmemiş bir tedbir daha alınmıştır. "Sınırsız" parasal genişleme başlatılarak ve şirket borçlarının alınmasına yönelik özel amaçlı araçlar ilan edilerek sisteme trilyon dolarlık likidite pompalanarak aşamalı olarak bir talimatlar dizisi geri gelmiştir.

Derinlere inmek

Bununla birlikte, FED tarafından verilen tepkinin risklerin hafifletilmesine ilişkin olduğunu ve söz konusu finansal paket kapsamında kırılgan ailelerin ve işletmelerin virüs sınırlama tedbirleri son buluncaya ve ekonominin toparlanabilmesine kadar desteklenmesine yönelik olduğunu unutmamalıyız. Mart ve nisan boyunca talepteki sert düşüş telafi edilemeyecektir. Market ve online perakende dışındaki tüketici harcamaları çökerken iş yatırımları durma noktasına gelmiştir. Petrol ve gaz sektörü, daha önceden ortaya çıkan büyük arz tikanıklığıyla daha da kötüleşen Suudi Arabistan ile Rusya arasındaki gerilimlerle daha da yıpratılırken ticaret de dramatik bir düşüş göstermiştir.

Virüs tehdidinin sona ereceği ve mayıs ayında kısıtlamalarda bir miktar gevşeme görmeye başlayabileceğimiz konusunda ümidimizi korumaya devam etmekteyiz. Bununla birlikte, halen bir miktar sosyal temastan kaçınmayı içeren yeniden açılmadaki dalgalanma süreciyle "olağan işe" hemen geri dönüş söz konusu olmayacaktır. En iyi tahminimiz, ekonomik çıktının mevcut çeyrek boyunca bir önceki döneme göre %9 dolaylarında düşeceğine yöneliktir. Yıllık olarak hesaplanan daralmayı %35 olarak belirlemiş bulunmaktayız.

Aşamalı bir geriye almaya yönelik tahmin, özellikle eğlence ve konaklama, perakende ve ulaştırma sektörlerinde olmak üzere, işten çıkarılan milyonlarca işçi için iş fırsatlarının bir dereceye kadar sınırlı kalmaya devam edeceği ve işsizliğin düşüşte yavaşlayacağı anlamına gelmektedir. Ayrıca, çok sayıda şirketin bu krizin üstesinden gelemeyeceğinin ve birçoğunun yeniden yapılanmasının gerekeceğinin bilincinde olmak durumundayız. Örneğin, daha sonrasında gayrimenkul sektörünü vuracak olan artan iflas sayısı ile "sabit aktif" perakendecileri zaten online uzmanlardan kaynaklanan yoğun bir baskı yaşamaktaydılar. Ticari başarısızlıkların daha yüksek düzeyde sorunlu kredilere sebebiyet vermesi halinde bankalar bundan olumsuz olarak etkilenecek ve hareketli bir ekonomik canlanmaya yönelik etki alanını daha da sınırlandırarak kredi kullanılabilirliği bundan zarar görecektir. Evden çalışılmasına yönelik talimatlar, seyahat ve konaklama sektörlerini vuran daha az işe gidip gelmeyi ve fiziki toplantıyı içeren kalıcı yansımalarla sahip olabilecektir.

Böyle bir geri plan göz önünde bulundurulduğunda, çekinerek de olsa ekonominin, küresel finansal kriz sırasında yaşanan %4'lük daralmaya kıyasla kaybolan çıktının 2022 başına kadar tümüyle telafi edilemeyerek tepeden dibe %10'un üzerinde daralma yaşayacağını iddia etmekteyiz.

Enflasyon ve faiz oranları aynı kalmaya devam etmekte

(Gıda fiyatlarının aykırı değer teşkil edebilecek olmasına karşın) deflasyon tehdidini yoğunlaştıran resesyonla enerji fiyatlarındaki tıkanmaya bağlı olarak enflasyon yakın vadede hızlıca daha düşük seyredecektir. GSYİH'nin %15 üzerine fırlayan mali açığa ve GSYİH'nin %100 üzerine çıkan kamu borcuna rağmen, tahvil getirileri bu ortamda düşük kalmak durumunda olacaktır. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası tarafından sınırsız parasal genişleme programının daha şekilsel bir eğri hedefleme politikasına dönüştürülmeye karar verilmesi halinde, tahvil getirileri daha da sabit halde olacaktır.

Yükselişte olan şey ise hâlihazırda bugüne kadarki en yüksek düzeylerde olan, Başkan Trump'ın onay yetkisidir. Bu krizi sevk ve idare etmeyi başarabilmesi ve ekonominin bu yıl içerisinde daha sonradan kuvvetli bir sıçrama yaşaması halinde, Başkan Trump yeniden seçilmek konusunda muazzam bir şansa sahip olacaktır. Bu durum, işleri tekrar Amerika'ya geri getiren Başkan olma konumunu güçlendirmek istemekte olması sebebiyle ilgi odağında kalmaya devam edecek, Çin ve Avrupa için bir endişe kaynağı oluşturacaktır.

Peter Vanden Houte

Baş Ekonomist, Belçika, Lüksemburg
Brüksel +32 2 547 8009
peter.vandenhoute@ing.com

Euro Bölgesi: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla daralması büyük durgunluğa rakip olacak

Çoğu Euro Bölgesi ülkesinin kısmen veya tümüyle karantina uygulaması halinde olmasıyla Gayri Safi Yurt İçi Hasıla daralmasının bu yıl büyük durgunluğa rakip olması muhtemel. Avrupa Merkez Bankası tarafından sonunda masaya büyük bir parasal paket koyulurken ortak bir Avrupa mali yaklaşımı halen çok uzak görünmekte.



Karantina uygulaması ekonominin büyük bir kısmını atıl hale getirmekte

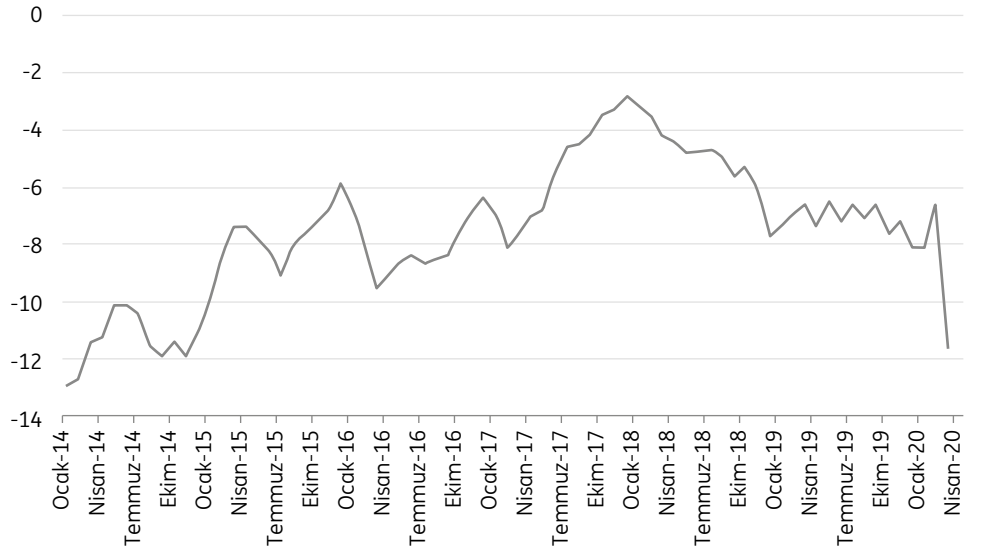
Mart ayına yönelik duyarlılık göstergeleri kötü olmakla birlikte muhtemelen hemen çöp kutusunu boylayabilecek. Dört aylık artış sonrasında, ekonomik duyarlılık mart ayında tepetaklak oldu.

Bu düşüş tarihsel olarak büyük olmasına karşın, anket çalışmasının 26 Şubat ile 23 Mart arasında gerçekleştirilmiş olması ve saha araştırmasının sınırlama tedbirleriyle engellenmiş olması sebebiyle muhtemelen duyarlılıktaki gerçek düşüşü halen olduğundan eksik göstermekte.

“OECD tarafından çoğu Euro Bölgesi üyesi devlet için katma değer kaybı, karantina uygulanan ay başına %25 dolaylarında uygulandı.”

Fransa istatistik kurumu INSEE tarafından gerçekleştirilen, karantina uygulamasının ilk haftası sırasında sektöre göre faaliyet kaybının yanı sıra her bir sektöre ilişkin az kaybının tahmin edildiği analize daha fazla güvenmekteyiz. Gerek üretim gerek harcama yaklaşımı, ekonominin %65'lik kapasitede işlemekte olduğuna işaret etmekte. Benzer bir metodoloji kullanılarak OECD tarafından çoğu Euro Bölgesi üyesi devlet için katma değer kaybı, karantina uygulanan ay başına %25 dolaylarında uygulandı.

Şekil 6 - Tüketici güveni mayısta çöktü



Kaynak: Refinitiv Datastream

Daha iyi bir ikinci yarı belirgin GSYİH gerilemesini engellemeyecek

Bazı durum senaryomuzda karantina uygulaması, mayısta bir toparlanmaya zemin hazırlayarak nisan sonunda aşamalı olarak kaldırılacaktır. Bununla birlikte, çok olumsuz bir ikinci çeyreğe işaret eden daha yüksek (geçici) işsizlikten ve artan iflaslardan kaynaklanan birtakım ikinci tur etkileri söz konusu olacaktır.

“Hâlihazırda, 2020'de GSYİH'da %5'lik bir azalma ile akabinde 2021'de %3,2'lik bir genişleme olacağını yorumlamaktayız.”

Yılın ikinci yarısındaki sıçramanın güçlü olması muhtemel olmakla birlikte, kriz öncesi üretim seviyelerine yetişmemiz 2022 yılının yaz aylarının öncesine kadar sürebilecektir. Hâlihazırda, 2020'de GSYİH'da %5'lik bir azalma ile akabinde 2021'de %3,2'lik bir genişleme olacağını yorumlamaktayız.

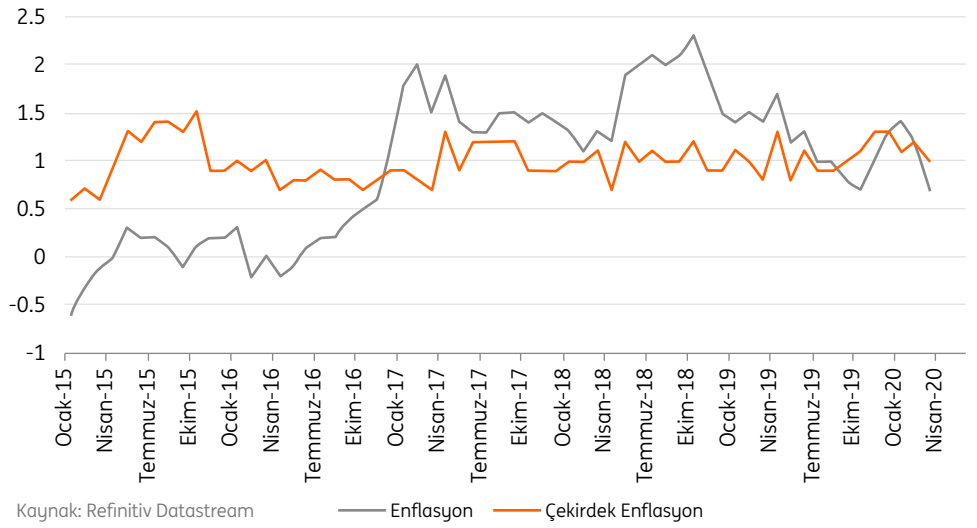
Bazıları arz şokunun enflasyonu daha da yükselteceğini düşünürken, görüşümüze göre, düşen arz enflasyonu köşeye sıkıştırıcıdır.

Ortak bir yaklaşımda birlik yok

Otoritelerin reaksiyonu epeyce hızlı oldu. Ekonomik zorluklara tamamen tepki verilebilmesi için üye devletler tarafından mali kısıtların göz ardı edilmesine imkân verilebilmesi için Avrupa Birliği'nin mali çerçevesinin genel cayma şartı etkinleştirildi. Ortalama olarak %2'lik GSYİH canlandırmasına çoktan karar verildi.

Bunun, ekonomik yansımayı telafi etmeye yeterli olup olmadığı belirsizliğini korurken Avrupalı liderler tarafından bu zamana kadar ortak bir Avrupa yaklaşımı bulunamadı. Dokuz üye devlet tarafından ortaya konan resmi bir teklif olan ortak borçlanma aracı anlaşmazlık sebebi olmaya devam etmekte.

Şekil 7 - Enflasyon tekrar geriliyor



"Dönülmeyecek kararın" verildiği an

Bu süreçte, Avrupa Merkez Bankası tarafından tekrar "ne pahasına olursa olsun" moduna geçildi.

ECB tarafından ilkin, kredi darlığını önlenmek için TLTRO III vasıtasıyla bankalar için çok ucuz fonlamaya (mevduat oranının dahi altında) yönelik koşulları gevşeterek üzerinde düşünülmüş bir tepki ortaya kondu. Piyasaların reaksiyonunun ilgisiz olmasına bağlı olarak ECB tarafından gerçekleştirilen bir acil durum toplantısında, banka tarafından

750 milyar € değerinde devlet ve özel sektör tahvillerinin satın alınmasına imkân veren Pandemi Acil Durum Satın Alma Programı'nın uygulanmasına karar verildi. Artık, Yunanistan tahvillerine de finansman bonusu olarak yer verilecek.

"ECB tarafından sermaye çözüm yollarına göre alım yapılması halinde, Almanya için olan ihraççı limiti geçici olarak aşılabilecektir, ancak Alman hükümeti tarafından mali genişlemeye büyük oynanmasına karar verilmiş olması sebebiyle ECB'nin elinde bulunan Alman borç senetlerinin 2021'de yeniden %33'ün altına düşmesi muhtemeldir."

Mevcut programlar ile birlikte, PEPP (Pandemi Acil Durum Satın Alma Programı) ile ECB tarafından artık yılın geri kalanı için ayda 100 milyar €'luk varlık satın alınması muhtemel. Karlsruhe'deki anayasa mahkemesi nezdinde yeni şikâyetleri tetikleyebilecek bir şey olan ihraççı limitini hiçe saymaya karar vermiş olmasına karşın, ECB, satın alımların nihai tevziatı için sermaye çözüm yollarını kullanmaya devam edecektir.

Bu, bazıları tarafından "dönülmeyecek kararın" verildiği an olarak görülürken gerçek çok daha basit. ECB tarafından sermaye çözüm yollarına göre alım yapılması halinde, Almanya için olan ihraççı limiti geçici olarak aşılabilecektir. Bununla birlikte, Alman hükümeti tarafından mali genişlemeye büyük oynanmasına karar verilmiş olması sebebiyle ECB'nin elinde bulunan Alman borç senetlerinin 2021'de yeniden %33'ün altına düşmesi muhtemeldir.

Iris Pang

Ekonomist, Büyük Çin Bölgesi
Hong Kong +852 2848 8071
iris.pang@asia.ing.com

Çin: Toparlanma yol haritası hazırlamakta

Çin'de Wuhan şehrindeki karantina uygulamasının gevşetilmesine karar verilmesine karşın çoğu şehirde sosyal temastan kaçınılmasına yönelik sıkı tedbirler halen uygulanmakta. Bu, ekonomik toparlanmanın tekrar yoluna koyulması için ilk adım. Aynı zamanda mali politikalar ve para politikaları da uygulanmakta, peki bunlar işe yarayacak mı?

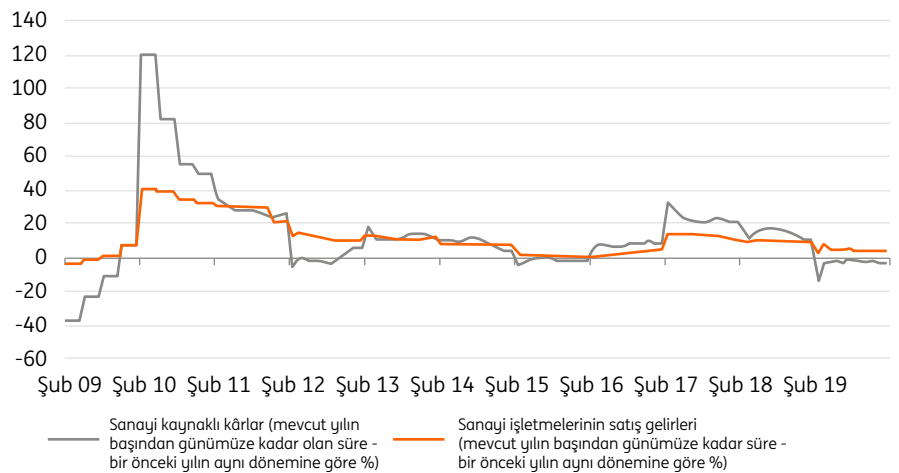


Toparlanma için ilk adım

Wuhan'ın karantina uygulamasından çıkarılması Çin hükümeti tarafından ekonomik toparlanmaya yönelik ilk adım olarak görülmekte. Yine de sosyal temastan kaçınılmasına ve öğrencilere yönelik uzaktan öğrenime yönelik çok katı kurallar halen uygulanmakta. Dolayısıyla, iş talep aşamalı olmak üzere toparlanacaktır.

Küresel tedarik zincirleri Avrupa'da ve Amerika Birleşik Devletleri'nde kesintiye uğramakta olduğundan dolayı küresel talep de kesinti yaşamakta. Bazı durum senaryomuzda, küresel karantina uygulamasının sadece Mayıs başına kadar süreceğini varsaymakta olmamıza bağlı olarak söz konusu zararın, ücret ödemelerinde ve kredi geri ödemelerinde süre uzatımlarının verildiği Çinli üreticiler ve ihracatçılar tarafından yönetilebilir olması gerekmektedir.

Şekil 8 - Çin'deki sanayi kaynaklı kârlar küresel finansal krizdekilere benzer seviyelere geriledi



Kaynak: ING, Bloomberg

Tam toparlanma için yol haritası

Şubat ayında Covid-19'dan darbe gördüğünde Çin tarafından tam toparlanma için bir yol haritası oluşturuldu ve bu yol haritası bugünlerde daha açık hale gelmekte.

Toparlanma planı, Sorular ve Cevaplar bölümündeki grafikte gösterilen "Yeni Altyapı" projelerini kapsamakta. (Bu nota link ekleyebilir misiniz?). Her şey hükümet tarafından yapılmayacak, bazı işler özel sektör tarafından yürütülecek. Bu yeni projeler, gelecekte dijitalleşen dünyada başarılı olmak için Çin'in ihtiyaç duyduğu gerekli hafif ve ağır altyapıyı ortaya koymakta.

Resesyonun önlenmesine yönelik canlandırma

Hükümet desteği bakımından, mali canlandırma, ekonominin resesyona girmesinin engellenmesine yönelik vergi ve ücret kesintilerini içerecek olan, 2020'deki %6,5 ila %8'lik nominal GSYİH arasında değişecek.

Nisan sonuna kadar ülkenin kurumsal hazineleri tarafından Çin devlet tahvilleri satın alınacak, ancak bunun sonrasında, ikinci çeyrekte piyasanın toparlanmasıyla bunlardan bazıları hükümet tahvillerinden yatırım dereceli şirket tahvillere geçiş yapacak.

Çin Merkez Bankası (PBoC) finansal sistemi koruyor

Şu an için merkez bankası, yurt dışındaki kredilerdeki kötüleşmenin Çin'de daha sıkı likiditeye ve daha zorlu kredi koşullarına yol açmamasını sağlamak zorunda. Daha sık ve beklenilenden daha güçlü oran indirimleri bunun gerçekleşmesini önlemek zorunda. Ancak kredide herhangi bir kötüleşme halinde, bu toparlanma planı açık bir şekilde ertelenecek.

Düşen büyüme tahmini

Birinci çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,6'lık GSYİH büyümesi beklemekteyiz. Mali canlandırma, bir önceki yılın aynı dönemine göre resesyona meydan vermemeli, ancak düşen küresel talepteki gerilemeyi önleyemez. 2020 için olan GSYİH tahminimiz bir önceki %4,2'lik tahminden %4'e geri gelecek şekilde revize edildi. Bu toparlanma planı aynı zamanda, yılın ikinci yarısında GSYİH'yi yükseltebilecek olmakla birlikte bunu söylemek için halen çok erken.

Yuan'ın gidişatı doları izleyecektir. Sermaye çıkışı baskılarının yüksek olmayacak olmasına bağlı olarak giden para havalelerinde herhangi bir gecikme söz konusu olmamalı. USD/CNY, 2020'nin 2. çeyreğinin sonu itibarıyla 7,25'e, 2020 sonu itibarıyla 6,9'a ulaşabilecektir.

James Smith

Ekonomist, Gelişmiş Piyasalar
Londra +44 20 7767 1038
james.smith@ing.com

BK: Çarpıcı canlandırmaya rağmen ekonomik zorluklar oluşmaya devam etmekte

Birleşik Krallık hükümetinin mali müdahalesi iyi tasarlanmış nitelikte, ancak birtakım planlara ilişkin detayların yeni yeni ortaya çıkmasıyla zor olan şimdilerde paranın işletmelere etkili bir şekilde yönlendirilmesi olacak. Brexit sonrası geçiş döneminin uzatılması muhtemel görünmekte.



Birleşik Krallık'ta Koronavirüs krizi henüz zirve yapmadı

Birleşik Krallık, Koronavirüs krizinde Avrupalı komşularından bazılarında daha erken bir noktada. Vaka artışının istikrarlı olabileceğine dair umut olmasına karşın krizin halen gidecek yolunun olması talihsiz bir ihtimal olarak ortada. Bu da hâlihazırda nisan ortasında gözden geçirilecek olmasına bağlı olarak mevcut karantina uygulama süresinin çok daha uzun süreli olmasının muhtemel olduğu anlamına gelmekte.

En azından, test yapma ve daha geniş ölçekli temas takibi uygulayabilme becerisi ekonomilerin küresel olarak yeniden açılması bakımından önem arz edecek ve Birleşik Krallık'ın durumuna bakıldığında henüz Almanya'da ve Asya kısımlarında görülen test oranı bugüne kadar yakalanamadı.

Maliye Bakanı için en büyük zorluk lojistik

Bununla birlikte, Birleşik Krallık'ın krize verdiği ekonomik tepki hiç kuşku yok ki cesur oldu. İngiltere Merkez Bankası tarafından uygulamaya koyulan birçok genişleme tedbirinin yanında, Maliye Bakanı tarafından küçük işletmelere yönelik büyük bir kredi garanti programının yanı sıra işten çıkarılan çalışanlara yönelik olarak işveren tarafından ödenen ücretlerin %80'inin ödenmesine ilişkin "iş kaybetmeme" programı uygulamaya koyuldu.

“Diğer Avrupa ülkelerinin aksine, bu yeni programların çoğunun mevcut araç takımı kapsamında olmaması Maliye Bakanı için büyük bir zorluk teşkil etmekte”

Şirketlerin nakit akışlarının korunmasına yönelik bir dizi başka tedbir de söz konusu. Bununla birlikte, Amerika Birleşik Devletleri'nde görmüş olduğumuz gibi, krizin aldığı seyir hızı endişe verici. İşsizlik ödeneğine başvuran kişi sayısı fırladı ki bu da Maliye Bakanı'nın krize yanıt vermedeki başarısının uygulama bakımından olduğu kadar tasarım bakımından da yargılanacağı anlamına gelmekte.

Bu yeni programların çoğunun mevcut araç takımı kapsamında olmaması Maliye Bakanı için büyük bir zorluk teşkil etmekte. Örneğin, diğer Avrupa ülkelerinin aksine, iş kaybetmeme programı konusunda daha önceden herhangi bir girişimde bulunulmamıştı ve sonuç olarak bunun uygulanması biraz fazla zaman alacak. Bu süreçte işverenler tarafından zaman aralığının kapatılması için kredi garanti programından faydalanılacağı ümit edilerek ücret ödemeleri hükümet tarafından nisan sonuna kadar şirketlere ödenecek.

Bununla birlikte, hesap uzmanlarından elde edilen erken kanıt, [küçük ve orta ölçekli şirketlerin yaklaşık beşte birinin](#) kredi garanti programı için elverişli olmayabileceğini ortaya koymakta. Aynı zamanda, garanti edilen kredilerden yararlanmak için çok büyük, ancak İngiltere Merkez Bankası tarafından sunulan finansman bonusu satın alma kolaylığı gibi programlardan yararlanmak için çok küçük olan (veya yeterli kredibiliteye sahip olmayan) çok sayıda şirketin olması da muhtemel.

Hükümet tarafından daha geniş kapsamlı diğer tedbirlerin alınmasına ilişkin verileri beklemek durumunda olacağız. Öte yandan, Maliye Bakanı'nın tepkisinin tartışmaya açık bir şekilde iyi tasarlanmış olmasına ve bu tepkinin her şeyin sonunda daha hızlı bir toparlanmayı halen desteklemesi gerektiğine yönelik umuda karşın, bu tepki yine de işsizlik ve ekonominin orta vade boyutu üzerinde uzun süreli etkiye sahip olacaktır.

Brexit sonrası geçiş döneminin uzatılması muhtemel görünmekte.

Bu tam anlamıyla bu yılın sonunun da ötesinde olacak şekilde Brexit sonrası geçiş döneminin uzatılmasının kaçınılmaz görüldüğü anlamına gelmekte. Bu zaman çizelgesi zaten, serbest ticaret anlaşmasının müzakere edilmesi için çok dar görünürken mevcut sağlık krizi, hiç şüphesiz, hükümete süre uzatımı talebinde bulunulması konusunda siyaseten nefes aldıracaktır.

[Best for Britain \(Britanya için En İyisi\) hesabına yakın zamanda gerçekleştirilen bir ankette](#) halkın yaklaşık olarak üçte ikisinin olumlu yönde görüşe sahip olduğu belirtilmiştir.

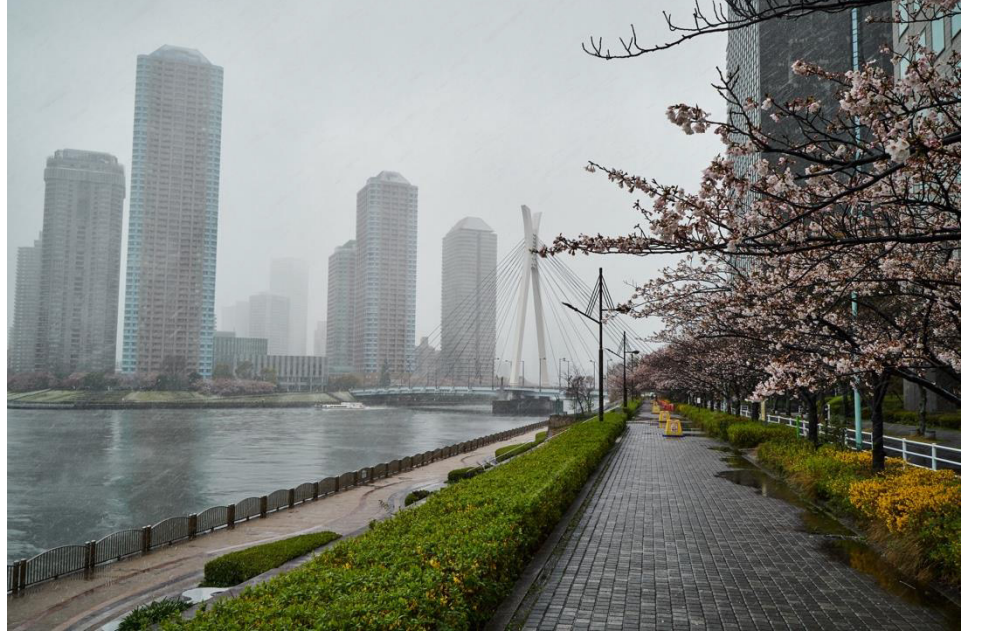
Üyelikten ayrılma anlaşmasının şartları çerçevesinde, Birleşik Krallık'ın iki yıllık süre uzatımında bulunulması için 30 Haziran'a kadar zamanı var. Bu da Britanya tarafından, zorlu bir konu olan, AB'ye devam eden bütçe ödemelerinin yapılmasının kabul edilmesini gerektirecektir, ancak sonuçta, önümüzdeki birkaç hafta içerisinde sessizce açıklanacak süre uzatımını görmekten şaşırılmayacağız.

Rob Carnell

Asya Pasifik Araştırma Bölge Başkanı
Singapur +65 6232 6020
rob.carnell@ing.com

Japonya: "Hayırlı" bir küresel salgın

Koronavirüs vakalarını erken kontrol altına alan Japonya'da bu vakaların daha hızlı ortaya çıktığı görülmekte ve karantinaların uygulanması muhtemel. %10'a veya daha fazlasına eşit olan mali canlandırma gitgide tartışılmakta.

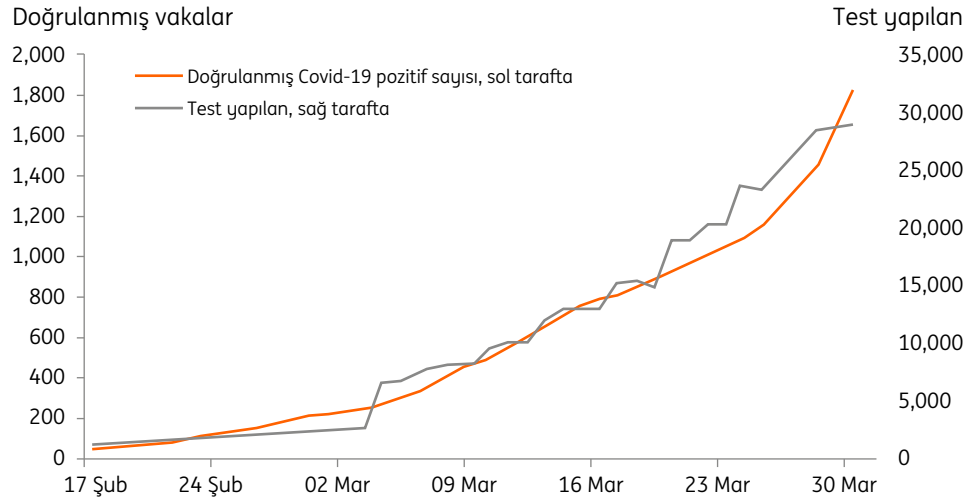


Japonya'da (henüz) karantina uygulaması yok

Japonya, bu zamana değin "hayırlı" bir pandemi diyebileceğimiz bir şeyle karşılaşmış durumda. Covid-19 ile en erken karşılaşan ülkelerden biri olması sonrasında, Japonya hâlihazırda, yarısı kadar nüfusa sahip bir ülke olan Polonya'da görülenlerden daha az sayıda doğrulanmış Covid-19 vakasıyla sıralamanın alt kısmında yer almakta. Sonuç olarak Japonya, daha yüksek enfeksiyon sayılarına sahip olan diğer ülkeler tarafından alınmak zorunda kalınan kararların bir çoğunu almaktan kaçındı.

Ülkede karantina uygulaması yok. Henüz. Günlük ekonomi diğer yerlere göre yeterli şekilde işlemekte. Öte yandan, yeni Covid-19 vaka sayısı bugünlerde hızlı bir artış göstermekte ve diğer ülkelerin yaşadığı deneyimler göz önünde bulundurulduğunda, bugün toplamda 2.000 olan doğrulanmış vaka sayısı sadece bir hafta içerisinde 8.000 doğrulanmış vaka sayısına hızlıca dönüşebilir.

Bu da Japonya için muhtemelen ezber bozan bir durum olacaktır. En azından Tokyo ve muhtemelen de diğer büyük şehirler için karantina uygulanmasına geçilmesi gerekebilir. Bu da ekonomik faaliyette başka hiçbir yerde görmediğimiz esaslı ve ani bir kötüleşmeye yol açabilir. Gerçeği söylemek gerekirse baz durum senaryomuzda şimdilik ortaya çıkan olaylar varsayılmakta ve etkinliğin toparlanmasına imkân verecek şekilde Mayıs içerisinde karantina uygulamalarının hızlıca son bulacağını varsayılması halinde dahi 2020'nin 2. çeyreğinde ortaya çıkan etkinlik kaybıyla GSYİH tüm yıl için %-4 ila %-5 gerileyecektir.

Şekil 9 - Japonya'daki vakalar

Kaynak: CEIC

Teşvik geliyor ama Japonya'nın hareket alanı sınırlı

Hükümet tarafından uygulanması planlanan mali canlandırma planlarının sayısı şimdiden övülürken yeni bir acil durum bütçesi günler içerisinde açıklanabilir. Haber başlıklarında %10 dolaylarında (ve de artan) GSYİH rakamından bahsediliyor. Bunun çoğunun kolay geri ödemeli kredileri içermesi olağan ve varsayımımız, söz konusu paketin reel harcama ve reel vergi indirimi içeriğinin belki de sadece %2'lik GSYİH kadar büyük olmayabileceği yönünde.

Bir taraftan, %300'ün üzerinde borç-GSYİH oranına sahip olan Japonya'nın teşvik paketinde manevra yapma alanı sınırlı. Diğer taraftan, ekonominin harcamayla desteklenmemesi hâlihazırda, gelecekteki potansiyel büyümede daha büyük bir kayba sebebiyet verebilecek ki bu muhtemelen çok daha kötü. Üstelik, artık kaybedilebilecek finansal kredibilite yok, dolayısıyla da ihtiyatlılığa yönelik argümanlar çok zayıf.

Japonya Merkez Bankası benzer şekilde ekonomiye yönelik desteğinden övgüyle söz etmeye devam edecek, ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlayacak ve yıllardır yapmakta olduğu gibi düşük tahvil getirilerini koruyacaktır. Japonya Merkez Bankası tarafından sunulacak canlandırma için başka kanalların yokluğunda ETF'lerin (borsa yatırım fonlarının) alımı da devam edecektir. Ancak, Japonya Merkez Bankası tarafından ekonomiye verilen desteğin ölçeğinde önemli bir değişiklik olmayacaktır. Japonya Merkez Bankası, 2001'den beri alışılmışın dışında parasal genişleme uygulamakta olan bir merkez bankasıdır. Konu artık kullanılmamış canlandırma kaynaklarının keşfedilmesi değil.

Chris Turner

Piyasalar Global Başkanı ve
Birleşik Krallık ve Orta ve
Doğu Avrupa Ülkeleri Araştırmalar Başkanı
Londra +44 20 7767 1610
chris.turner@ing.com

Döviz: Dolara güvenmiyoruz

Finansal piyasalardaki büyük düzeltmeler göz önünde bulundurulduğunda şimdilerde şu sorularla karşılaşılıyor: "Yanlış fiyatlandırılan ne?" Dolar karşısındaki %10-20'lik düşüşler emtia ve gelişmekte olan piyasaların para birimlerinde ciddi fiyat düşüşlerinin olduğunu iddia etmekte. Muhtemelen önümüzdeki haftalarda olmak üzere, ABD doları fon piyasalarındaki ayrılmaya çözüm bulunmuş ve piyasalara bir miktar hafif getiri sağlanmışken doların yüksek fiyatlanmasını görmeyi bekleyeceğiz.



Doların gücü her ikisi de geçici olan iki etkenle artıyor

Döviz piyasaları normalde, teoride her şeyin doğru fiyatta olduğu anlamına gelerek dünyadaki en verimli olarak tanımlanır. Döviz analistleri olarak işimiz gelecekte hangi piyasaların iyileşeceğini anlamaktır.

Mevcutta döviz piyasalarında geçerli olan sayısız faktör arasından ikisine odaklanmayı seçtik; i) ABD doları fonlama zorlukları ve ii) gelişmekte olan piyasalardan gelen portföy akışlarındaki toplu göç.

Birincisi, Amerika Birleşik Devletleri Finansman Bonosu (CP) piyasasında 11/12 Mart dolaylarında ortaya çıkan yazılı kanıtlara dayanan çöküntü. Kredi riski, CP piyasasında olması da dahil olmak üzere, dünya genelindeki yatırımcılar için olağanüstü önemli hale geldi. Yatırımcılar, özel sektörün riski karşısında devlet riskini tercih ederek parayı Prime'den devlet para piyasası fonlarına çevirdiler. Bu hamle, CP piyasasını en büyük alıcılarından (Prime fonlar) mahrum bıraktı, bankalar ve şirketler için kısa vadeli ABD doları fonlamasının önemli bir kaynağını kapattı ve küresel olarak dolar arayışını tetikledi.

Dolar fon piyasalarındaki ayrılmanın gelecek haftalarda iyileşmesini beklemekteyiz. Fed tarafından dünya genelindeki 14 merkez bankası ile yeni ve iyileştirilmiş ABD doları swap mekanizmalarıyla dolara yönelik uluslararası talebe karşılık verildi. Daha önemlisi ise Fed hâlihazırda, nisan içerisinde Finansman Bonosu Fonlama Aracı'nın yeniden lansmanı vasıtasıyla CP'nin doğrudan desteklenmesine yönelik bir süreç içerisinde. Bu tedbirlerin meyve vermesi biraz zaman alabilecek, ancak bu ayrılmanın peşinden gerçekleşen dolardaki toparlanma geçici görünmekte.

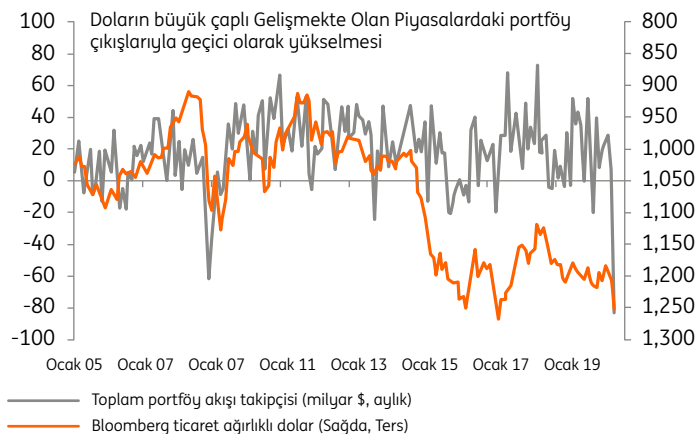
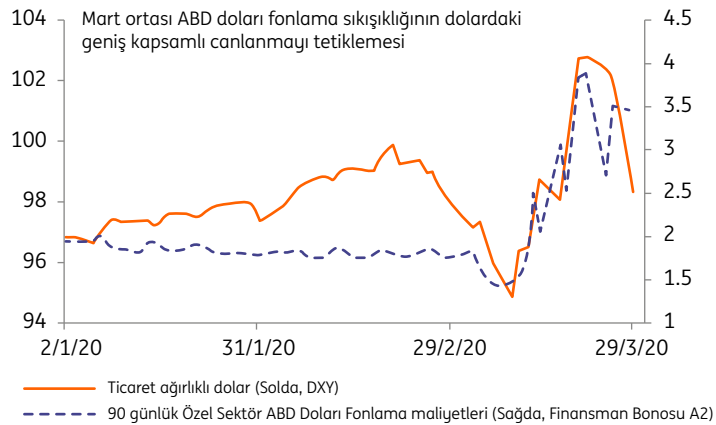
İkinci bir önemli nokta ise Covid-19'un ortaya çıkardığı şokun gelişmekte olan piyasalardan toplu göçü açıkça tetiklemiş olduğudur. Şubat sonundan itibaren gelişmekte olan piyasalardan ayrılan portföy sermayesi miktarı, 2013 yazında yaşanan "azaltma öfkesi (taper tantrum)" sırasında görüleni gölgede bırakmakta ve Küresel Finansal Kriz sırasında görülenle eşleşir görünmekte.

Bu fonlardan nakde veya itfalara geri dönen dolar bazlı gelişmekte olan piyasalar yatırımcılara dolar cinsinden geri ödeme yapılması gerektiğine yönelik varsayıma dayalı olarak dolardaki canlanma genel anlamında gelişmekte olan piyasalardan sert geri dönüş sebebiyle ortaya çıkmakta. Küresel finansal krizin olaylarına bakıldığında, yatırımcılar birbirini izleyen üç ay boyunca (Ekim-Aralık 08) gelişmekte olan piyasaların portföy (borçlanma senetleri ve hisse senetleri) varlıklarından çıkmış ve kendilerini sadece, Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası tarafından ABD Hazine Kâğıtları da dahil edilecek şekilde parasal genişlemenin büyütülmesinin kısa bir süre sonrasında ancak Nisan 2009'da geri dönerek güvende hissetmişlerdi ve özellikle ticari kredileri hedef alan 1,1 trilyon ABD dolarlık kurtarma paketiyle G20 "dünyayı kurtarmıştı".

Yatırımcılar gelişmekte olan piyasalara geri dönüşü için kendilerini ne zaman yeterince güvende hissedecekler? Hiç kimse bunu kesin olarak bilemez, ancak yatırımcılar tarafından gelişmekte olan piyasalara, Küresel Finansal Kriz sırasında yaptıklarından çok daha kısa süre içerisinde titizlikle geri dönüleceğini düşünmekteyiz. Bunun benzeri görülmemiş bir şok olmasına karşın, politika yapıcılar tarafından piyasanın likidite ile beslenmesine ve gerileme döneminin iyileştirilmesine yönelik mali destek paketlerinin tasarlanmasına hızla geçildi. Yatırımcılar tarafından varlık piyasalarında alıma etkinlikteki düşük noktanın çok öncesinde başlanacaktır. Fed'in yatırımcıların kredi eğrisinden çıkarılmasına yönelik parasal genişleme tedbirleri de yatırımcıların dolardan çıkarılmasına yönelik yazılı olmayan bir amacı içermekte.

Kısacası, hızlı ve agresif politika tepkisinin, yatırımcılar tarafından gelişmekte olan piyasalara yönelik ilgilerinin yeniden alevlendirilmesinin altı ay sürmeyeceği anlamına geleceğini düşünmekteyiz. Bunun yerine, 2020'nin 2. çeyreği ilerledikçe, gelişmekte olan piyasalara akışların kaldığı yerden devam edeceğine ve yukarı yönlü baskının doları yatıştıracağına inanmaktayız.

Şekil 10 - ABD doları fonlama problemleri ve gelişmekte olan piyasalardaki portföy çıkışlarıyla doların geçici olarak yükselmesi



Kaynak: Bloomberg, IIF, ING.

G10 dövizde ne ucuz?

Yukarıda belirtildiği üzere, son altı hafta içerisinde dolar karşısında yaşanan en büyük kayıplar emtia dövizlerinde gerçekleşmiştir. Davranışsal Denge Döviz Kuru (BEER) modelimize dayalı olarak bunlar artık dolar karşısında ucuzdur. Bununla birlikte, bunun üç aylık bir model olması ve ticari veriler mevcut olduğunda ve düşük emtia fiyatları eklendiğinde emtia segmentinin pek de ucuz görünmeyecek olması bu hususta hafif bir uyarı niteliğindedir.

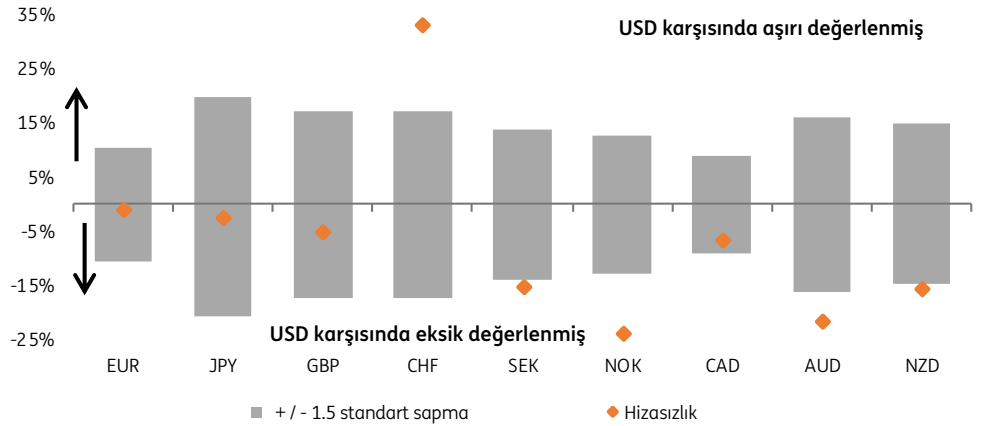
Her halükârda, doların ilkin emtia dövizleri segmentinin aleyhine dönmesini beklememekteyiz. Bunun yerine, bu döngüdeki bir sonraki hamle, Japon yeni, İsviçre frangı ve euro gibi defansif para birimleri karşısında doların değer kaybı olmalıdır. Aslına bakılırsa yen ve frank, oldukça etkileyici bir performans ortaya koyarak 2020'nin 1. çeyreğinde ABD doları karşısında (her ne kadar marjinal bakımdan olsa da) net daha güçlüydü.

Aşağıdaki BEER çerçevemizde özetlendiği gibi, bugün JPY de EUR da dolar karşısında ille de pahalı değil ve USD/JPY ve EUR/USD çiftlerinin 2020'nin 2. çeyreğinde sırasıyla +100 ve +1,5 oranına doğru hamleye geçtiğini görebiliyoruz.

Sterlin ise muhtemelen defansif çiftler ile emtia dövizlerin arasında bir yerlerde yakalanmış halde. Birleşik Krallık'ın büyük cari açığı ve finansal sektörün maruz kaldığı risk işe yaramayacaktır. Öte yandan BK Birinci Sınıf Hisse Senetleri sabit getiri dünyasındaki güvenli birkaç barınaktan biri olarak kendisini kanıtlamakta ve BK'nin AB ile olan geçiş düzenlemesinin neticede uzatılması halinde GBP/USD'nin de yazın canlanması gerekmekte.

Şekil 11 - Dolar karşısında orta vadeli döviz değerlemesine yönelik ING BEER modeli

%, Reel döviz kurları hizasızlıklarına karşı bunların BEER gerçeğe uygun değeri, USD karşısında iki taraflı G10FX yanlış değerlendirilmesi



Kaynak: ING

Petr Krpata

EMEA (Avrupa Orta Doğu Afrika Bölgesi)
Baş Döviz ve Faiz Oranları Stratejisti
Londra +44 20 7767 6561
petr.krpata@ing.com

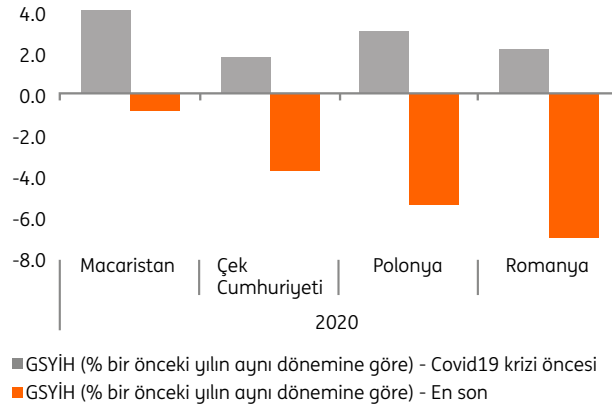
Orta ve Doğu Avrupa Döviz: Daha da gevşeyen negatif büyüme

Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin 2020'nin 2. çeyreğinde dibi oluşturarak 2020'de negatif büyüme yaşamaları gerekmektedir. Bölgedeki tüm bankalar tam gevşeme modundalar. Çek Cumhuriyeti'nden daha fazla kesinti ve Macaristan'dan parasal genişlemeler beklemekteyiz. Döviz müdahalelerinin görülmesiyle Orta ve Doğu Avrupa dövizlerinin tasfiye edilme temposu hafifleyecektir. Zaten sıkı yönetilmekte olan Romanya leyi global olarak kazananlardan biri olmaya devam etmekte.



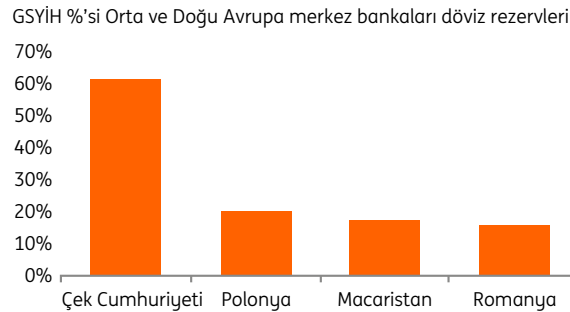
Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki büyüme: 2020'nin 2. çeyreği dibi oluşturmali

Küçük açık ekonomiler olarak Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri, hem yurt içinden hem küresel olarak talebin çökmesiyle Covid-19 krizinin sıcaklığını yaşamaktalar. Dünya ticaretinin durmasına bağlı olarak daha zayıf yurt içi döviz kurları artık daha zayıf yurt içi büyüme için telafi edici bir etken işlevi görmemekte. Mali canlandırmanın (örneğin Polonya'da GSYİH'nın %9'u kadar değere sahip olan) sadece etkiyi hafifletmesiyle tüm Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri tarafından 2020'de negatif büyüme açıklanmasını beklemekteyiz (Şekil 1). 2020'de Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri arasında en büyük darbe (bir önceki yılın aynı dönemine göre %-6,6) Romanya'nın hissedeceği, Macaristan'ın ise en az negatif büyümeyi (bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,8) yaşayacağı beklenmekte. Büyüme gidişatına gelince, bu yılın ikinci yarısı içerisinde bir miktar orta düzeyde sıçramayla 2020'nin 2. çeyreğinin dibi oluşturmaları gerekmektedir.

Şekil 12 - Orta ve Doğu Avrupa'daki büyümenin belirgin bir şekilde gerilemesi

Kaynak: Orta ve Doğu Avrupa merkez bankaları: Statükonun sarsılması

Orta ve Doğu Avrupa merkez bankaları için, Covid-19 krizi reaksiyon işlevleri bakımından mevcut durumu ciddi ölçüde değiştirdi. Tartışmaya açık bir şekilde küresel olarak en şahin merkez bankalarından biri olan Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından faiz oranları hâlihazırda %1,25 kesildi ve parasal genişlemeye yönelik yumuşak bir versiyon tasarlanmakta. Aksine, küresel olarak bugüne kadarki en yatıştırıcı merkez bankalarından biri olan Macaristan Merkez Bankası ise faiz indirimlerinden ve parasal genişlemeden kaçınarak ve sadece hedeflenen kredi vermeyi sunarak belki de para birimi kaygısıyla Orta ve Doğu Avrupa'daki emsallerinin gerisinde kaldı. Macaristan Merkez Bankası'nın küresel merkez bankaları korosuna katılmasını ve eninde sonunda parasal genişlemeye geçerek yerel tahvil piyasasını desteklemesini beklemekteyiz. Tersine, piyasa tarafından 50 baz puanın üzerinde olacak başka indirimler beklenirken (Polonya Merkez Bankası tarafından hâlihazırda iç tahvillere yönelik agresif bir alımın başlatılmış olmasıyla) Çek Cumhuriyeti ve Polonya'da şimdiye dek fazlasıyla indirim yapıldığı görülmekte. Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından daha fazla indirim yapılması muhtemel iken Polonya Merkez Bankası için oranların indirilmesine yönelik çıta daha yüksek durmakta.

Şekil 13 - Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası geniş döviz rezervlerini kullanıyor

Kaynak: Orta ve Doğu Avrupa Merkez Bankaları

Orta ve Doğu Avrupa'da döviz: Elden çıkarmanın ikinci (ve daha ölçülü) aşamasına geçilmesi

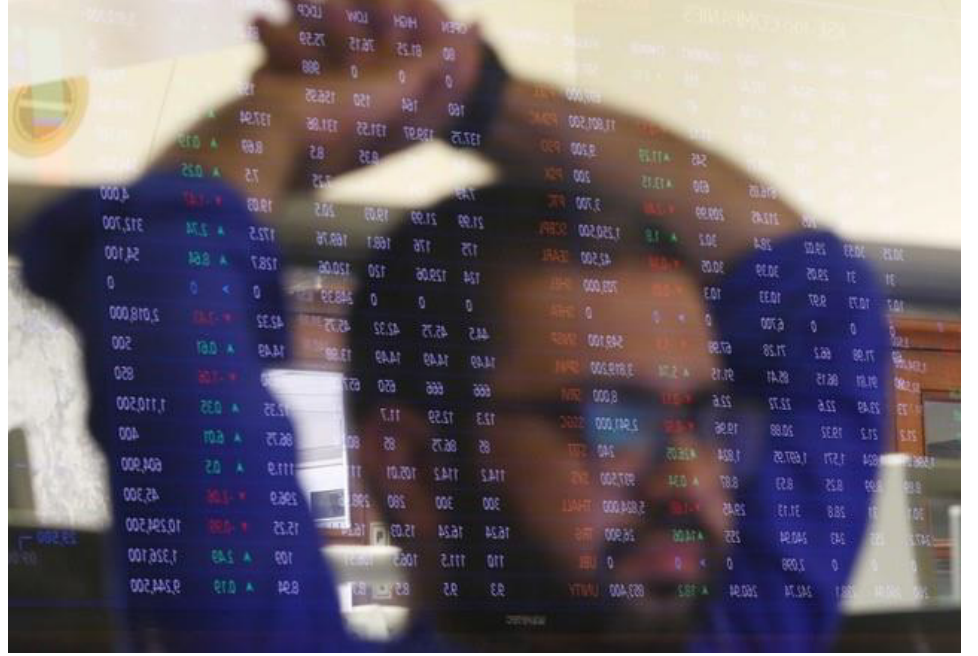
Döviz bakımından, merkez bankaları tarafından döviz müdahalelerinin tasarlanmasıyla Orta ve Doğu Avrupa para birimlerinin elden çıkarmanın ikinci (ve daha ölçülü) bir aşamaya girdiklerini görmekteyiz. Romanya Merkez Bankası şimdiden tam müdahale modunda, Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından sözlü müdahalede bulunuldu, Polonya Merkez Bankası tarafından da gerekli olması halinde piyasaya müdahil olunması muhtemel. Bunun tersine, Macar forntinin düşen piyasalarda görece daha kırılgan olabileceğini (bilhassa Macaristan Merkez Bankası tarafından parasal genişlemeye henüz geçilmemesi halinde) düşünerek Macaristan Merkez Bankası tarafından döviz alımı yapılması için çitanın yüksek olduğunu görmekteyiz. Buna karşılık, Çek Cumhuriyeti'nin büyük döviz rezervleri şeklinde sahip olduğu büyük çaplı ateş gücü (Şekil 2) korunanın serbest Orta ve Doğu Avrupa döviz emsalleri karşısındaki düşük performansını durdurmalıdır. Gerileyen piyasalarda sıkı bir şekilde yönetilen RON, Orta ve Doğu Avrupa'daki kazanan ve küresel olarak iyi performans gösterenlerden biri olmaya devam etmelidir.

Padhraic Garvey

Amerikalar Araştırmalar Bölge Başkanı
New York +1 646 424 7837
padhraic.garvey@ing.com

Oranlar: Düşük savrulma

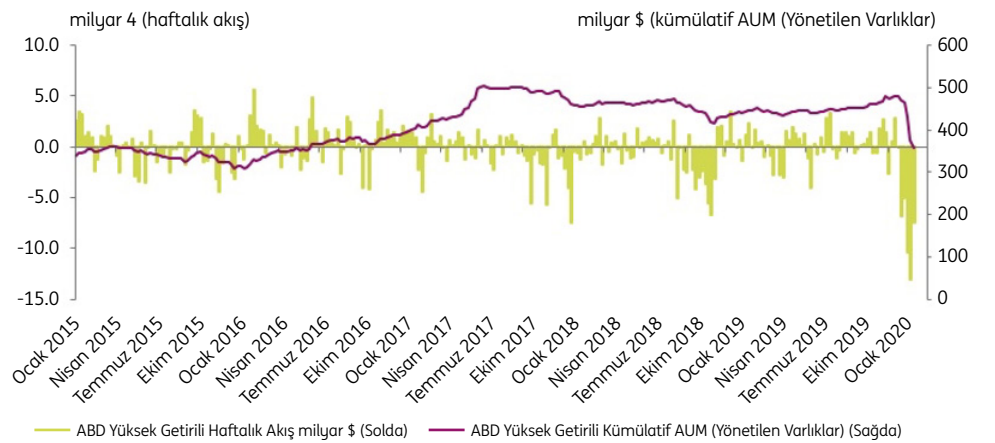
Oranlar düşük kalmak zorunda. Ne yazık ki beklenmeyen çok çeyrekli bir kapanış sonrasında oranlar bu aşamaya zor yoldan gelebilecektir. "Normale" hızlı dönüşe yönelik rüya senaryo halinde dahi oranların düşük tutulması gerekmektedir. Baz görüşümüz, ABD 2 yıllığının sıfıra ulaşması ve 10 yıllığının 50 baz puanının altına gelmesi aralığıdır. Oranlardaki arza odaklı artışa dair işaretler Fed tarafından bastırılacaktır.



Emniyete kaçış bizi buralara getirdi

Riskli varlıklardan çığınca fırlama, geçtiğimiz ay içerisinde çekirdek piyasa faiz oranlarındaki büyük düşüşü açıklıyor. Aşağıdaki grafikte, yüksek getiriden dikkate değer çıkış ile gelişmekte olan piyasalardan, yatırım dereceli kredi ve hisse senetlerinden toplanan benzer çıkışlar gösteriliyor. Bilhassa daha da düşecek olan ABD faiz oranları olmak üzere, çekirdek piyasa faiz oranlarının kelimenin tam anlamıyla çöktüğü bu perde arkası hiç sürpriz değil.

Yüksek getirili şirket kâğıtlarından teslimiyet çıkışları



Riskli varlıklar yakın zamanda sabitlendi, ancak daha düşük oran yanlılığını belki de aylar olmak üzere gelecek haftalarda baskın bir sonuç olarak görmeye devam etmekteyiz. Bu gerekçenin bir kısmı, riskli varlıkların önümüzdeki dönemde sendelemesi ve bu dönemler boyunca paranın güvenli bir yerde tutulmasına yönelik alternatif olarak devlet tahvillerinin sunduğu emniyete yönelik iştahın olacağı ihtimaline dayalıdır.

Büyük parasal genişleme artı küçük CPI (Tüketici Fiyat Endeksi) eşittir düşük oranlar

Parasal genişleme (PG) programları vasıtasıyla merkez bankası tarafından gerçekleştirilen alımın kayda değer ağırlığı ile işlemdeki karşı konulamaz gücün olması oranları çekirdek piyasa faiz oranlarını gizlemekte. Bu PG perdesi, sadece büyük olmayıp eş zamanlı olması ve görünürde gerektiği kadar açık uçlu olması bakımından benzersiz bir nitelikte. Aynı zamanda, gelişmiş piyasalar ile birçok gelişmekte olan piyasayı kapsamakta.

Üstelik, yürürlükteki karantina uygulamaları belirgin talep azalması anlamına gelmekte ve sonuç olarak da deflasyonel bir etki olarak görülmekte. Bunu piyasa enflasyon başa başlarında da görmekteyiz; örneğin, ABD enflasyonu için piyasa cari iskonto oranı önümüzdeki beş yıl için yıllık %0,5 iken Euro Bölgesi piyasa iskonto oranı yıllık sıfır ila %0,25 arasında. Bunlar enflasyon için kayda değer derecede yumuşak piyasa iskontoları.

“2 yıllık ABD getirisinin sıfıra ulaşmasını dikkatle izlemekte ve 10 yılının 50 baz puan üzerine koymasını ve muhtemelen daha dip yapmasını görmekteyiz”

Birtakım karşı argümanlar da söz konusu. Başlayanlar için reel oranlar 10 yıla kadar gitmek üzere negatif ve Euro Bölgesi'nde son derece negatif. Aşırı negatif reel oranlar, nominal piyasa oranlarının çok düşük olduğuna işaret etmekte. Muhtemelen öyleler, ancak büyük çaplı merkez bankası mevcutlarıyla birlikte merkez bankası talebinin ağırlığı oranları bastırmakta.

Net sonuç ise gelecek dönemde düşük hatta daha düşük oranların alınacağıdır. 2 yıllık ABD getirisinin sıfıra ulaşmasını (hâlihazırda 25 baz puan) dikkatle izlemekte ve 10 yılının 50 baz puan üzerine (hâlihazırda 65 baz puan) koymasını ve muhtemelen daha dip yapmasını görmekteyiz. Aynı zamanda, Almanya'daki eğri 2 yıllık ila 10 yıllık segment boyunca -100 baz puan ila -50 baz puana geri gelebilecektir. Evet bunlar kritik seviyeler. Bununla birlikte, halen kriz ortası modunda olduğumuzdan iyi gerekçelendirilmiş seviyeler.

Benzer bir eğri olarak ikinci çeyreğin büyük bir kısmının hikâyesi, ABD eğrisinin 2 yılda sıfırda dibi görmesiyle eğrilerden birinin daha düşüğe ve düze dönmesi olacaktır.

Gelin görün ki göz alıcı bir arz geliyor

Yeniden açılma sürecine geçer geçmez piyasa oranlarının farklı bir muğlak etkinin altında girmesini beklemekteyiz: Yüksek tahvil arzı. Yakın vadede GSYİH'nın %15'inin üzerine fırlamak üzere olan ABD açığıyla bunu finanse etmek için gerekli olan tahvil ihracı sağlam olacaktır.

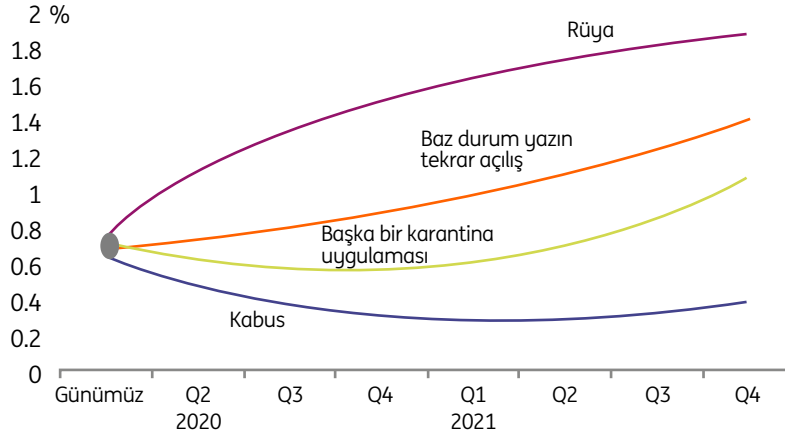
Yılın dönümü itibarıyla %+1'e kadar kopma hedefleyen 10 yıllık Hazine getirisiyle eğrinin üçüncü çeyrek boyunca baskın gelmek üzere arza dayalı olarak yeniden dikleşmesi en muhtemel öngörü olacaktır. Fazladan ihracın makul bir kısmının bonolara yoğunlaşacak olmasına rağmen, özellikle yeniden canlanan enflasyon beklentileriyle örtüşmesi halinde olmak üzere daha uzun tarihlerde daha büyük yönsel baskı hissedilebilecektir.

Eğrinin dördüncü çeyrekte ön uçtan tekrar düzeliş düzelmeyeceği, 2021'deki faiz oranlarındaki yükselme sürecinin beraberindeki piyasa kredibilitesinin derecesine bağlı olacaktır. Şüphesiz, Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası acil durum tedbirlerinin büyük bir kısmını mümkün olduğunca tersine çevirmeye ve bilhassa fon oranlarının sıfırdan kaldırmaya istekli olacaktır. Bu durum, 2 yılının %0,5'in tekrar üzerine yönelmesine yönelik beklentiyle 2020'nin 4. çeyreği itibarıyla eğrinin ön uçtan tekrar düzleştiğini görmeye yeterli olacaktır.

Aradaki getiriler için muhtemel bazla kâbustan rüyaya geçiş

Aşağıdaki ABD 10 yıllık getiri için bir dizi yol gösterilmektedir. En iyi durum "rüya" senaryosu, aynı zamanda en az muhtemel olandır ve bu sebeple iyi bir rehberlik için diğer üç senaryoya odaklanılmaktadır. Baz durum senaryomuz turuncu renktedir.

Şekil 15 - Gelecek çeyreklerde ABD 10 yıllık getiri için olası yol



Kaynak: Bloomberg, ING tahminleri

10 yıllık Almanya getirisine yönelik öngörüler eklenmiş olarak ABD baz durum senaryomuza yönelik puan tahminleri aşağıda özetlenmektedir. Burada, yazın tekrar açılış olduğunu ve yeni bir "normale" dönüş olduğunu varsaymaktayız. Göreceğiniz üzere, yeni normalde 2021'de %1,5'in üzerinde oluşan getiriler pek görülmemektedir.

Şekil 16 - En olası senaryo - Kapanma yaz itibarıyla son buluyor

	2020 Günümüz	Q2	Q3	Q4	2021 Q1	Q2	Q3	Q4
ABD 10 yıllık getiri (baz puan)	0.7	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50
Almanya 10 yıllık getiri (baz puan)	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1

Kaynak: Bloomberg, ING tahminleri

Burada, yeniden açılış halinde dahi dayanılması gereken sürekli makro kaygının olduğu göz önünde bulundurularak 10 yıllık tahvil getirisi 2020'nin büyük bir kısmı için -50 baz puan üzerine koymaktadır.

2020/21 grip sezonuyla karşılaşmamıza bağlı olarak başka bir karantina uygulamasını gördüğümüz olması daha düşük ihtimal olan (ancak ihtimal dışı olmayan) bir karşı senaryo söz konusudur. Bunun ana sonucu, 2020'nin büyük bir kısmında ABD 10 yıllık getirinin 50 baz puanda veya daha düşük bir seviyede kalmaya devam etmesi ve 2021'in 4. çeyreğine kadar tekrar %1'e geri gelememesidir. Burada, 10 yıllık tahvil getirisi -60 baz puan alanını derinleştirmekte ve 2021'in sonuna kadar -50 baz puanın üzerine çıkmamaktadır.

Şekil 17 - En iyi durumdan kötü - Sonbaharda/kışın başka bir karantinanın uygulanması

	2020 Günümüz	Q2	Q3	Q4	2021 Q1	Q2	Q3	Q4
ABD 10 yıllık getiri (baz puan)	0.7	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
Almanya 10 yıllık getiri (baz puan)	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4

Kaynak: Bloomberg, ING tahminleri

Aynı sebeple karantina uygulamasının birden fazla çeyrek boyunca uygulanmaya devam ettiği diğer ekstrem noktayı görmemiz halinde, 10 yıllık 2020'nin ikinci yarısı için 25 baz puanlık bir eğilime ve (o an itibarıyla virüsün çözümünün bulunduğu) 2021'de sadece 50 baz puana kadar geri gelme durumuna sahiptir. Euro Bölgesi için bu durum, 2020/21 boyunca tema olarak -70 baz puanlık bir alan anlamına gelmektedir.

Şekil 18 - Kâbus senaryo - Aşının bulunmasına kadar birden fazla çeyrek boyunca kapanma

	2020 Günümüz	Q2	Q3	Q4	2021 Q1	Q2	Q3	Q4
ABD 10 yıllık getiri (baz puan)	0.7	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
Almanya 10 yıllık getiri (baz puan)	-0,5	-0,7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6

Kaynak: Bloomberg, ING tahminleri

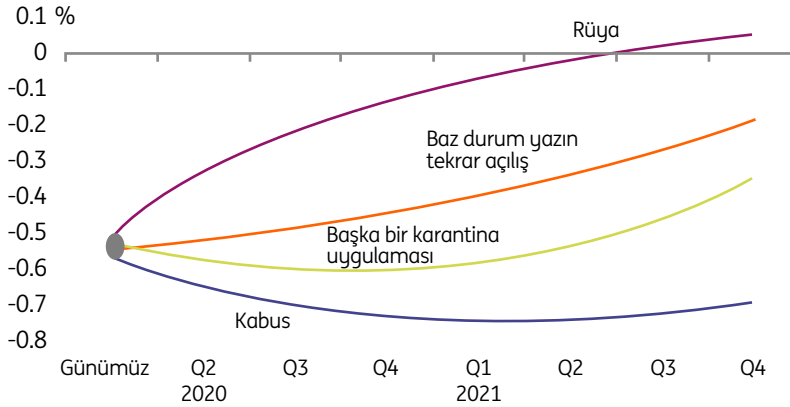
Baz durumda belirtilmekte olandan daha hızlı bir normale geri dönüş halinde, 10 yıllık, 2020'nin dördüncü çeyreği itibarıyla %1,5'e çıkabilecektir. %2'nin üzerinde bir geri kopmanın muhtemel olmadığını göstererek karantina uygulamasının verdiği ek hasar halen bastırılabilir. Burada, 10 yıllık tahvilin 2021 için tema olarak sıfıra tekrar geri geldiğini görmekteyiz.

Şekil 19 - Rüya senaryo - "Normale" hızlı geri dönüş

	2020 Günümüz	Q2	Q3	Q4	2021 Q1	Q2	Q3	Q4
ABD 10 yıllık getiri (baz puan)	0.7	1.00	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75
Almanya 10 yıllık getiri (baz puan)	-0,5	-0,4	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0

Kaynak: Bloomberg, ING tahminleri

Bu kez gelecek üç aylık dönemlerde Almanya getirilerine ilişkin yola odaklanmış olarak aşağıda, yukarıda belirtilmekte olan senaryoların bir özeti yer almaktadır.

Şekil 20 - Gelecek çeyreklerde Almanya 10 yıllık getiri için olası yol

Kaynak: Bloomberg, ING tahminleri

Oranların 2020 için neden düşük kalması gerekiyor?

Oranlara yönelik bu görünümün çarpıcı yönlerinden biri, ABD 10 yıllık için sıfır ila %2'lik aşırı uçlarda sınırlı olmalarıdır; bu sebeple hangi yöne gidersek gidelim, düşük çekirdek piyasa faiz oranlarının sürmesini doğal bir sonuç olarak görmekteyiz. Alman 10 yıllık ise %1 ve sıfır ile sınırlıdır. Ancak bir bakıma, bu aynı zamanda toparlanmanın sağlanması için arzu edilen sonuçtur. Aynı doğrultuda, ABD 10 yıllık faiz oranının %2'nin üzerinde ayrılması halinde, %2'nin üzerindeki böyle bir ayrılmanın toparlanmaya zarar verici olduğunu varsayarak Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası tarafından bu oranların geri getirilebileceğini ileri sürebiliriz.

“İster kasten ister "hükmen" olsun, işte bu yüzden oranların açıklanmaması gerekmektedir”

Baz görüşümüze göre, piyasa faiz oranı yönetimi, ihtiyaç halinde, ihtimal dışı bir gelişme değildir. 3. ve 4. çeyreklere ilerlememize bağlı olarak gelişim gösterecek olan temerrüt riskinin yumuşatılması için her şey yapılmalıdır. Bu temerrüt riski, şahsi kesimden şirketler kesimine genişleyebilecektir. Klasik derin resesyonda %5 ila %10 alanında yüksek getiri temerrütleri görülebilecektir. Bu oran söz konusu bölgenin üst ucunda olacaktır. Burada gösterilen daha derin iki olumsuz senaryoda bu oran rahatlıkla çift hanelere çıkarılabilecektir.

İster kasten ister "hükmen" olsun, işte bu yüzden oranların açıklanmaması gerekmektedir.

Dünyanın acil durum ekonomik tedbirleri ne şekilde karşılaştırılıyor?



Mali harcamalar tedbirlere ayrıldı.

Pandemi, dünya genelinde hükümetler tarafından ekonomik gerilemeyle mücadeleye yönelik acil durum tedbirlerinin ilan edilmesine sebebiyet verdi. Hükümetler tarafından küresel finansal krizden dersler alındı ve görece benzer rahatlatma tedbirleri alındı. Boyut bakımından büyük farklılıklar söz konusu, ancak bu farklılıkların kilit önem arz etmesi de muhtemel.

Küresel olarak Covid-19 krizinin ekonomik etkisinin hafifletilmesi için hükümetler tarafından alınan tedbirlerin tümü genel hatlarıyla benzer kulvarları izlemekte.

İnsanların işte tutulmasına yönelik destek verildi, vergiler ertelendi, çeşitli şekillerde hane halkı geliri desteği sağlandı ve kısıtlayıcı ekonomik tedbirler döneminde ve sonrasında sağlıklı işletmelerin iflas etmemelerini sağlamak için likidite ve garantiler sunuldu. Avustralya gibi çift hanelerde GSYİH payı harcaması yapan ülkeler ile GSYİH'nın sadece %0,1'ini harcayan Japonya gibi ülkelerle boyutta büyük farklılıklar söz konusu.

Harcamaların farklı zaman aralıklarında farklı şekillerde gerçekleşmesine bağlı olarak bu sayıları kıyaslamak kolay değil; üstelik garantiler, krediler ve nakit yoluyla sağlanan mali canlandırma arasındaki çizgiler her zaman net değil.

Şekil 21 - Mali tedbirlerin dünya genelinde benzer nitelikte ancak boyut ve detaylar bakımından çok farklı olması

Ek mali harcama (likidite ve garantiler haricindeki her şey) GSYİH %'si														
	2.3%	7.7%	6%	4.5%	1.9%	1.4%	1.4%	2.5%	2%	0.1%	0.9%	6.6%	7.5%	11.3%
Kısa süreli çalışma	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒
Vergilerin ertelenmesi	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒
Likidite ve garantiler	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒
Hane halkı gelir desteği	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒

Kaynak: ING

Bu zamana kadarki para politikası

Para politikası, Covid-19 salgınına tepki vermekte çabuk davrandı ve çoğu durumda merkez bankaları ekonomiyi destekleme çabalarında neredeyse tamamen "her şeyle" varlar. Aşağıdaki tabloda büyük merkez bankaları genelinde bugüne kadar nelerin yapıldığı ve halen nelerin mümkün olabileceği gösterilmektedir.

Şekil 22 - Merkez bankaları tarafından bugüne kadar gerçekleştirilen eylemler

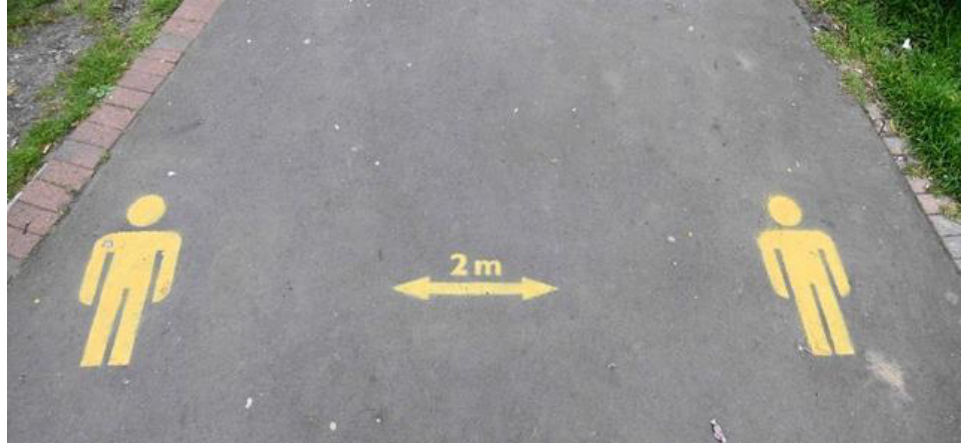
	Oranların düşürülmesi	Parasal genişleme	Para genişleme varlıkları	Finansman bonusu alımları	Konjunktüre karşı tampon düşürme	Bankalara yönelik hedeflenen krediler	Diğer programlar	Halen neler mümkün?
Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası	150 baz puan	Sınırsız	Hazine Kâğıtları, MBS (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)	Evet	-	-	Özel sektör tahvil alım programı	Parasal genişlemenin diğer varlıklara genişletilmesi (özel sektör tahvilleri veya hisse senetleri) Negatif oranlar değerlendirilmemiştir
Avrupa Merkez Bankası	Hayır	120 milyar EURO + 750 milyar EURO PEPP (Pandemi Acil Durum Satın Alma Programı)	Euro devlet tahvilleri, özel sektör tahvilleri	Evet	Evet	Evet, TL TRO'lar, LTRO'lar, ikili oranlar	Teminat kurallarının hafifletilmesi, mevduat aracına yönelik kademeli sistem, bankalar tarafından temettü ödenmemeye davet	Daha fazla parasal genişleme, oranların düşürülmesi, banka tahvilleri, ETF (borsa yatırım fonları) alımı
Japonya Merkez Bankası	Hayır	Hedef değişiklik yok, metin "faal" alım şeklinde değiştirildi	Mevcut ETF ve J-Relt alımından çıkış hızlandırıldı	Evet, CP ve Özel Sektör tahvil alımına ilişkin üst sınırlar yükseltildi	Şimdiden %0	Evet, ticari bankalar için 1 yıllık sıfır faiz oranlı krediler	Hayır	Doğrudan JGB mevcuttur iptal edilmesi ile borç parasallaştırma
Çin Merkez Bankası	30 baz puan	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Evet - KOBİ'lere yönelik	Kredi geri ödemelerinin geciktirilmesine izin verilmesi	Konjunktüre karşı tampon düşürme
İngiltere Merkez Bankası	65 baz puan	200 milyar £	Birinci sınıf hisse senetleri, özel sektör tahvilleri	Evet	Evet (%0'a)	Evet - KOBİ'lere yönelik	Teminat kuralları kolaylaştırıldı	Negatif oranlar hariç bırakılmıştır. Daha fazla parasal genişleme mümkün
Kanada Merkez Bankası	150 baz puan	5 milyar C\$/hafta	Devlet tahvilleri	Evet	Evet	-	İpotekli tahvillerin, banka kabullerinin ve taşıra para piyasası menkul kıymetlerinin alımı	Parasal genişlemenin diğer varlıklara yer verilecek şekilde genişletilmesi ve uzatılması Negatif oranlar muhtemel değildir
Avustralya Merkez Bankası	50 baz puan	%0.25'lik 3 yıllık getiri hedefinin peşinde, dolayısıyla prensipte sınırsız	Devlet tahvilleri, yarı devlet tahvilleri	Hayır	Şimdiden %0'da	Evet, 90 milyar AUD Vadeli fonlama aracı	İleri yönlendirme - enflasyon hedefi karşılanmadığı sürece OCR artırılmayacak	Banka kâğıtlarının kesin alımı
Yeni Zelanda Merkez Bankası	75 baz puan	Evet, önümüzdeki 12 ay içerisinde 30 milyar NZD	Devlet tahvilleri	Kesin değil, sadece Varlığa dayalı CP için repo	Yoktur	Henüz değil, olabildiğince vadeli kredi	12 ay boyunca OCR artırılmayacaktır - yönlendirme	Hafif negatif oranlar, faiz oranı swapları
İsveç Merkez Bankası	Hayır	300 milyar SEK	Devlet tahvilleri, yerel yönetim tahvilleri, ipotekli tahviller	Evet	Evet (%0'a)	Evet	Teminat kuralları kolaylaştırıldı	Repo oranının tekrar negatifte düşürülmesi
Norveç Merkez Bankası	125 baz puan	Hayır	Hayır	Hayır	Evet (%1'e)	Evet	Olası NOK müdahalesi. Teminat kuralları kolaylaştırıldı	Negatif oranlar ve parasal genişleme uygulanabilir görülmektedir
İsviçre Merkez Bankası	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	İsviçre Merkez Bankası tarafından tamponun %0'a indirilmesine yönelik talepte bulunulmuştur.	-	Kredi arzının güçlendirilmesine yönelik yeni bir İsviçre Merkez Bankası COVID-19 refansman aracı ve döviz müdahaleleri	Döviz müdahalelerinin İsviçre Frangının değer kazanmasının sınırlandırılmasına yeterli olmaması halinde parasal genişleme veya oran indirimi mümkündür (baz durum senaryomuzda değil)

Kaynak: ING

Sorularınızın yanıtları

- Karantina uygulaması ne zaman gerçekten sona erecek?
- Hangi Euro Bölgesi ülkeleri en kırılgandır?
- Artık (Euro) Corona tahvilin zamanı mıdır?
- Covid sonrasında dünya nasıl görünecek
- Acil durum mali politikası ile para politikası için son aşama nedir?
- Koronavirüs değer zinciri şokundan en çok darbe gören ülkeler
- Covid-19 gelişmekte olan piyasalardaki kamu borcu sıkıntılarında oluşan bir miras bırakabilir mi?

Karantina uygulaması ne zaman gerçekten sona erecek?



Enfeksiyon sayısında henüz zirveyi görmemiş olan bazı ülkelerde karantina uygulaması tedbirlerinden hızlı bir şekilde çıkılmasına yönelik çağrılarda bulunulmakta. Karantina uygulamasının sosyal ve ekonomik maliyetleri, bazıları tarafından katı sosyal temastan kaçınma tedbirlerinin gerekçelendirilmesi için fazlasıyla sert olarak değerlendirilmekte. Ayrıca, havaların iyileşmesi ve Paskalya arasının gelmesiyle insanları evde tutmak daha da zorlaşacak. Bu görüşü destekleyenler aynı zamanda, belirsiz bir karantina uygulama döneminin akıl sağlığı üzerindeki olası olumsuz etkilerini dile getirmekte. Virüs salgınının sınırlandırılması ve sosyal-ekonomik maliyetlerin sınırlandırılması arasındaki bu dengeleme işlemi daha karmaşık bir hale gelecek ve karantina uygulamasından nasıl ve ne zaman çıkılacağına yönelik tartışmayı yönlendirecektir.

Bu hafta başında Danimarka hükümeti, Paskalya sonrasında karantina uygulaması tedbirlerinin muhtemelen sonlandırılacağını duyuran Avrupa'daki ilk hükümet oldu.

Genel olarak hükümetler tarafından acil durum tedbirlerinin kaldırılması öncesinde, aşağıdaki kriterleri görmeyi bekleyebiliriz:

- 1) Yeni vaka sayılarının aralıksız bir süre boyunca (örneğin 14 gün) azalması.
- 2) Sağlık hizmetlerinin sahra hastaneleri, askeri destek gibi acil durum tedbirlerine başvurulmadan, hastaneye yatışı gerektiren vakalarla başa çıkabilmesi.
- 3) Potansiyel vakaların tamamıyla teste tabi tutulduğu, temaslarının izlendiği ve test edildiği ve takibinin yapıldığı bir konumda olunması.

Daha az kısıtlayıcı bir ortama geçişin aşamalı bir süreç olması muhtemel olmakla birlikte, böyle bir geçiş, bazı işletmeler için işe aşamalı olarak geri dönülmesine ve sosyal temastan kaçınma tedbirlerinin gevşetilmesine imkân verebilecektir. Daha büyük ülkeler için bu geçiş bölgesel olarak aşamalandırılabilir.

Zorlu bir dengeleme işlemi

Dünya genelindeki ülkeler tarafından Covid-19 salgınına aşamalı olarak her ne kadar aynı şekilde ve bulundukları ulusal koşullara göre tepki verilmiş olsa da çoğu ülkenin, ağırlıklı olarak küresel seviyede nelerin olduğundan ziyade kendi ülkelerinde olanlara göre tespit edilen sürede ve hızda uygulamaya koydukları acil durum tedbirlerini bırakmasını beklemek makuldür.

Bununla birlikte, bir takım genel varsayımlarda bulunabiliriz:

- 1) İlk giren ilk çıkar: Covid-19'e ilk maruz kalan ülkeler aynı zamanda pandemi eğrisinde en ileriye gitmiş olanlardır ve seyahate ve bireysel harekete yönelik kısıtlamaları ilk kaldırabilecek olanlar olacaklardır. Bunu şimdiden Çin'de görmeye başlıyoruz. Çin'i, Güney Kore takip edebilir. Zamanla, hâlihazırda Avrupa'daki bazı sıcak noktalarda, ABD gibi ülkelerden önceki enfeksiyonun zirveye çıkması görülebilecektir.
- 2) İkinci dalga: Kısıtlamaların gevşetilmesine bağlı olarak ve ithal edilen vakaların sıkı göç kontrolleri uygulanarak önlenmemesi halinde ikinci dalga her zaman mümkündür.
- 3) Küresel görünümün önemli olması: Dünya Sağlık Örgütü tarafından tavsiye edilen yolların yanında sıkı test, izleme ve izolasyon politikalarıyla enfeksiyonun yayılımının sınırlı olduğu ülkelerde (Singapur, Hong Kong), küresel durum daha az tehditkâr hale gelinceye veya etkili tedavi geliştirilinceye değin kısıtlamaların uygulamada daha uzun bir süre kalması gerekebilecektir. O zamana kadar potansiyel enfeksiyon adacıkları halinde kalacaklardır.

Virüsün dizginlenmesine yönelik istek ile ekonominin yeniden başlatılmasına yönelik ihtiyaç arasındaki zorlu dengeleme işlemi kaçınılmaz olarak neredeyse birtakım kısıtlamaların vaktinden önce hafifletilmesine yol açabilecektir. Bunun bir özellik olduğunun ortaya çıkması halinde virüsün mevsimselliği vaktinden önce bir hafifletmeyi de teşvik edebilecektir ve kısıtlamaların sürdürülebilir bir şekilde hafifletilmesi öncesinde ikinci enfeksiyon dalgalarının görülmesi mümkündür.

Yeni vakaların tekrar artışa geçtiğinin görüldüğü veya izlenemeyen vakalardaki artışın görüldüğü ülkelerde kısıtlamaların yeniden uygulamaya konması gerekecektir. Bu gibi tersine çevirmeler, kısıtlamalara karşı direnişleri ve sosyal geri tepmeleri kısırtabilecek ve kısıtlamalar göz ardı edilmeye ve etkinliklerini kaybetmeye başlayabilecektir.

Bu iş ne zaman gerçekten sona erecek?

Pandeminin sona erdiğini makul bir şekilde telaffuz edebileceğimiz nokta olan gerçek "normali" andıran bir şeye geri dönülmesi muhtemelen aşağıdakilere kadar gerçekleşmeyecektir:

- 1) Nüfusun büyük bir oranının toplum düzeyinde bağışıklık mevcut olacak şekilde (+%80) virüs ile enfekte olmuş olması.
- 2) Etkili bir aşının belirlenmiş olması (ortak görüş 12 aylık bir ufka işaret etmektedir).
- 3) Enfeksiyonun sebebiyet verdiği durumlara yönelik etkili bir tedavinin belirlenmiş olması.

Yukarıdaki bu üç koşulun hiçbiri çantada keklik gibi görülmemelidir. Başka bir Koronavirüs olan soğuk algınlığı için herhangi bir aşı bulunmamaktadır. Ayrıca, önceden enfeksiyona dayalı bağışıklık total veya uzun süreli olmayacaktır (soğuk algınlığında olduğu gibi), dolayısıyla toplum düzeyinde bağışıklık gerçekleştirilebilir veya gerçekçi bir hedef olmayabilecektir.

Solunum yolu enfeksiyonlarına yönelik az sayıda özellikle etkili tedavi bulunmaktadır ve tedaviye yönelik en iyi umut, Remdesivir gibi antiviraller ailesine kalabilecektir. Denemeler yapılmaktadır. Üretim ve ruhsatlandırma konuları yavaş bir şekilde tamamlanabilecek ve kullanıma hazır hale gelebilecektir.

Kısacası, baz durum senaryomuzda, sosyal ve ekonomik baskı, bazı Avrupa ülkeleri tarafından nisan sonunda karantina uygulaması tedbirlerinden bazılarının hafifletilmesi denenecek kadar yüksek seviyelerde olacaktır. Hâlihazırda Avrupa'daki büyük ölçekli enfeksiyonlara maruz kalan ülkelerin seyahate ve harekete yönelik kısıtlamalarını hafifletecek bir konumda olmaları mayıs/haziran ayına kadar söz konusu olamayacaktır (ABD için daha da geç).

Ülkelerin "normale" yakın bir şekilde çalışmaları yılın sonundan veya yeni yıldan önce gerçekleşmeyecektir.

Hangi Euro Bölgesi ülkeleri en kırılgandır?



İspanya ve İtalya'daki sağlık krizi tüm Euro Bölgesi ülkelerinin en sert. Dahası, güney Euro Bölgesi ekonomileri, böyle bir şokun ekonomik etkileri karşısında özellikle kırılgan. Kalıcı hasarın sınırlandırılması için daha güçlü bir mali tepki gerekli olabilir.

Kalıcı hasar

Bu krizin ciddiyetinin belirlenmesindeki en önemli faktör mutlaka GSYİH düşüşünün derinliğinden ziyade ekonomide herhangi bir kalıcı hasarın olup olmadığıdır. Şirket boyutu, turizme açık olan, yaralanması mümkün çalışanların payı ve otomatik istikrar sağlayıcılarının beslenmesi gibi faktörler sebebiyle, V-biçimli toparlanma şansları Euro Bölgesi ülkeleri arasında değişiklik göstermektedir.

Virüse karşı koymak için alınan karantina uygulaması tedbirlerinin eğlence amaçlı seyahati olanaksız kılması sebebiyle ani büyüme etkisi büyük ölçekli turizm ve seyahat sektörüne sahip olan ülkeler için daha büyük olacaktır. GSYİH'nın en az %13'üne ve toplam istihdamın yaklaşık olarak %15'ine tekabül eden turizm, İtalya ve İspanya için özellikle önemlidir. Euro Bölgesi dahilinde, Kıbrıs, Yunanistan ve Portekiz, en büyük turizm ve seyahat sektörüne sahip olan üç ülkedir. Virüsün yayılımının bu üç ülkede şimdilik görece sınırlı olmasına karşın büyüme etkisi büyük olacaktır. Seyahat korkusunun muhtemelen pandeminin kendisinden daha uzun sürecek olmasına bağlı olarak karantina uygulaması tedbirlerinin kaldırılması sonrasında ani bir toparlanmanın beklenmesi zordur. Dünya Seyahat ve Turizm Konseyi tarafından gerçekleştirilen araştırma, büyük çaplı bir viral salgın sonrasında herhangi bir destinasyona ziyaretçi sayısındaki ortalama toparlanma süresinin yaklaşık olarak 19 ay olduğunu göstermektedir ki bu da toparlanmanın ağırlıklı olarak turizme bağlı olan ülkeler için V-biçimde olmasının muhtemel olmadığını ortaya koymaktadır.

İşgücü piyasası

İşgücü piyasasının yapısı da herhangi bir ülkeyi Covid-19 şokuna karşı daha kırılgan hale getirebilir. Serbest çalışanlar ve geçici işçiler genel olarak daha düşük sosyal korumaya sahip iken kayıt dışı çalışanlar herhangi bir sosyal korumaya sahip değildir ve hedeflenen tedbirlerle bu çalışanlara ulaşılması daha zordur. Buna ek olarak yüksek sayıda geçici işçi, resesyonlarda çok sayıda insanın işsiz hale gelebileceği anlamına gelerek işgücü piyasasını döngüye daha duyarlı hale getirmektedir. Burada da İspanya ve İtalya iyi nota sahip olmayan ülkeler arasındadır. Bu iki ülke, serbest çalışan ve geçici işçi payı bakımından ilk dörtte yer almaktadır. İspanya'nın Büyük Resesyon'dan elde ettiği tecrübeler de endişeye zemin hazırlamaktadır. Kısmen kriz öncesinde geçici işçilerin yüksek payı sebebiyle 2013'te işsizlik oranı %26'ya ulaşmıştır ve birtakım işgücü piyasası reformlarının yapılmış olmasına karşın geçici işçiler kırılgan kalmaya devam etmektedir.

Şirket boyutu ve vergi sistemleri

Herhangi bir ekonominin Covid-19 şokuna karşı hassasiyetinin değerlendirilmesine yönelik bir diğer ilginç açı ise şirketlerin boyutuna bakmaktır. Daha küçük ölçekli şirketler genellikle sınırlı finansal, yönetsel ve teknolojik kaynaklara sahiptirler. Örneğin, krize iş/evden çalışma gibi teknolojik çözümlerle yanıt vermek küçük firmalar için daha zordur. Akademik araştırmalar, daha küçük ve daha genç işletmelerin dış kaynaklı şoklara karşı daha kırılgan olduğunu göstermektedir. Burada da yüksek oranda küçük şirkete sahip olmaları sebebiyle güney ülkeleri kötü bir konumdadır.

Ekonomik şokun etkisi aynı zamanda finans sistemine de bağlıdır. Vergi ve sosyal yardım sistemleri ekonomik şoklar karşısında destek sağlamakta olup Avrupa Birliği'ne göre, hane halkı gelirlerindeki etkinin yaklaşık olarak %35'i AB'deki vergi ve sosyal yardım sistemi tarafından azaltılmaktadır. Öte yandan bu durum ülkeye göre fazlasıyla değişiklik göstermektedir. Avusturya tarafından otomatik istikrar sağlayıcıları tarafından gelir şokunun %45'inin azaltıldığı görülürken bu konuda Avusturya'yı, İrlanda, Lüksemburg, Finlandiya ve Almanya izlemektedir. Listenin sonunda Estonya, İspanya ve Malta yer alırken Yunanistan ve Slovakya da %30'un altında şok azaltma imkânına sahiptir. İtalya ise ortalamanın altında kalmakla birlikte bunun hemen üzerinde yer almaktadır. Bu da kırılganlığın üzerine koyarak çoğu kuzey ekonomilerindeki sosyal güvenlik ağının, güney ekonomilerinde olandan daha gelişmiş olduğunu göstermektedir.

Güneyin kuzeyden daha kırılgan olması

Güney Euro Bölgesi ekonomileri bu ekonomik şoka kuzeydeki üye devletlerden daha kırılgan halde görünmektedir. Turizme daha fazla bağlı olunması, daha küçük otomatik istikrar sağlayıcıları, kırılgan işçi oranının daha büyük olması ve firma boyutuna bağlı olarak daha yüksek iflas ihtimalinin olması tümü birden, virüsün gerilemesi ve kısıtlayıcı tedbirlerin kaldırılması sonrasında inişli çıkışlı bir ekonominin olmasına katkıda bulunmaktadır.

Steven Trypsteen

Artık (Euro) Corona tahvilin zamanı mıdır?



Ortak bir Corona tahvil ile Euro Bölgesi genelindeki risklerin bir havuzda toplanmasına yönelik siyasi irade henüz ortada yok. Sonuç olarak borç yardımlaşması arka kapıya kadar devam edecek.

Sezar'ın hakkı Sezar'a

Mevcut krizde, neredeyse Avrupa'daki hükümetlerin tümü tarafından finansal kriz sırasında gerçekleştirdiklerinden çok daha hızlı ve agresif bir şekilde reaksiyon gösterildi. Gerek virüs salgınının sınırlandırılmasına yönelik tedbirler, gerek ekonominin üzerindeki olumsuz etkilerin sınırlandırılmasına yönelik tedbirlerle olsun, benzersiz bir politika tepkisi oluştu. İstikrar ve Büyüme Pakti'nin mali kuralları askıya alınacak ve neredeyse tüm hükümetler tarafından garantiler ve likidite, işgücü piyasası desteği ile karşılıksız mali canlandırma sunulmakta.

“Ana sorun, Euro Bölgesi’nin, bir dereceye kadar her bir ülkenin kamu maliyesiyle belirlenen, bu krizin üstesinden gelebilme kabiliyeti”

Hükümetler tarafından hareket etmekte çabuk davranıldı ve Başkan Christine Lagarde tarafından ilkin devlet tahvilleri getirileri arasındaki farkların (spread'lerin) daraltılmasının Avrupa Merkez Bankası'nın sorumluluğunda olmadığı ileri sürülmüş olmasıyla Avrupa Merkez Bankası tarafından dahi kaçamak cevaplar verildi. Öte yandan, münferit ülkeler tarafından benzer modeller takip edilirken çalışmaları gerçekte koordine edilmedi. Geleceğe bakıldığında, pan-euro bölgesi mali tepkinin olmaması, mevcut krizin getirdiği toz bulutunun ortadan kalkması sonrasında Euro borç krizinin geri dönme riskini artırmakta.

Ana sorun, Euro Bölgesi’nin, bir dereceye kadar her bir ülkenin kamu maliyesiyle belirlenen, bu krizin üstesinden gelebilme kabiliyeti. An itibarıyla hiç kuşkusuz daha yüksek açıklara ve borca imkân verecek güçlü siyasi irade söz konusu. Oysaki krizin sona ermesiyle bunun ortadan kalkma riski ortada. Popülizmi ve Avrupa karşıtı duyarlılığı daha da besleyerek yüksek düzeyde borçlu olan ülkeleri kemer sıkma zorlayarak mali kurallar yeniden belirlenecektir.

Aynı zamanda, farkların (spread'lerin) genişlemesine sebebiyet vererek borç sürdürülebilirliğine ilişkin şüpheler yeniden yüzeye çıkacaktır. Neticede, bu durum euro krizinin geri dönmesine yol açabilecektir.

Corona tahviller, Covid-19 vadesiz sürekli tahvilleri, ESM (Avrupa İstikrar Mekanizması) kredi limiti?

Ekonomik tartışma genellikle Avrupa dayanışmasına (böyle bir dayanışmanın mevcut olmamasına) yönelik siyasi tartışmayla karıştırılmaktadır. Bu yoldan gitmekten ziyade ekonomiye bağlı kalmak istemekteyiz. Mevcut mali tedbirlerin ardından yeni bir krizin nasıl önlenebileceğine yönelik seçeneklere baktığımızda, likidite ve borç ödeme kabiliyeti sorunları arasında bir ayrımın yapılmasına, başka bir deyişle likidite sorunlarının sonunda borç ödeme kabiliyeti sorunları haline, borç ödeme kabiliyeti sorunlarının da likidite sorunları haline gelip gelmeyeceğine yönelik ayrımın yapılmasına ihtiyaç vardır. Bununla birlikte, bu ayrım, görüşülmekte olan birkaç seçenekle güncel tartışmada önem arz etmektedir:

• Corona Tahviller

Nihai seçenek, bir Covid-19 vadesiz Euro Tahvil'in veya Corona tahvilin uygulamaya konması olabilecektir. Bu seçenek, özel olarak mevcut krizin aşılmasına yönelik mali politikaların finansmanına bağlı tek seferlik bir Euro Tahvil olabilir. Bu tahvil, borç yardımlaşmasının avantajlarına ve dezavantajlarına ilişkin eski çekişmeyi geri getiren bir ortak tahvil olabilecektir. Sözü fazla uzatmamak adına, bu argümanları tekrar etmeyeceğiz. Ortak tahvillerin ihracına yönelik bir yapının oluşturulmasının çok zaman alabilecek olması sebebiyle, bunun Avrupa İstikrar Mekanizması üzerinden uygulamaya koyulabilmesine yönelik kestirme bir yol söz konusu olabilecektir. Bu Corona tahvil gerçekte ESM (Avrupa İstikrar Mekanizması) tarafından ihraç edilebilir ve hasılatı üye devletlere aktarılabilir. Başka bir avantaj da bu tahvilin tümüyle olmaması halinde büyük bir kısmının Avrupa Merkez Bankası tarafından fonlanabileceği anlamına gelerek münferit üye devletler için olandan ziyade bir ülkeler üstü kuruluş (ESM-Avrupa İstikrar Mekanizması gibi) için ihraççı limitinin yükseltilmesinin Avrupa Merkez Bankası için muhtemelen daha kolay olacak olmasıdır. Bununla birlikte, Avrupa Merkez Bankası tarafından böyle bir örtülü parasallaşma dışında, Corona Tahvil, borç sürdürülebilirliğini mutlaka iyileştirmeyecek, Covid-19 ile ilgili borç ve kalıntı borç arasında ayrım yapmasından dolayı sadece gelecekteki borç affını daha kolay hale getirecektir.

• Covid-19 vadesiz sürekli tahvilleri

Nihayetinde Avrupa çözümüne dönüşebilecek olan ulusal bir çözüm. Euro Bölgesi ülkeleri tarafından GSYİH'nin belirli bir yüzdesine kadar vade öngörülmemiş sürekli tahvillerin ihraç edilmesi kabul edilebilir. Bir Covid-19 vadesiz sürekli tahvili. Mevcut durumda, Euro Bölgesi ülkelerindeki ortalama mali canlandırma GSYİH'nin %2 dolaylarındadır.

Avrupa Merkez Bankası tarafından risk paylaşımı olmaksızın bu tahviller belirli bir dereceye kadar alınabilir ki bu da kredi riskinin ulusal bankalar seviyesinde kalması ve faiz gelirlerinin en büyük kısmının her bir üye devletin ulusal bankasında kalması anlamına gelmektedir. Böylelikle, finansman maliyeti sonuçta düşük olacaktır. Ulusal vadesiz sürekli tahvillerin koordineli bir şekilde ihracı, gerçekte bir şekilde parasal finansman anlamına gelerek Euro Tahvillerden ayrı pragmatik bir adım olabilir.

• ESM (Avrupa İstikrar Mekanizması) kredi limiti

ESM'nin (Avrupa İstikrar Mekanizması'nın) ihtiyati kredi limiti araç takımından iyileştirilmiş koşullara sahip kredi limiti (ECCL), finansman sorunlarının üstesinden gelinmesine yönelik başka bir yol olabilir. Böyle bir kredi limiti daha önceden borç sürdürülebilirliği analizi gerektirmez ve ülkelere GSYİH'nın %2'sine kadar kredi limitine erişim imkânı verebilir. Sadece Covid-19 ile ilgili harcamaların finansmanı için uyarlanabilir. Bununla birlikte, kısa vadeler, lekelenme ve karar almayı karmaşık hale getirebilecek olan ESM'nin (Avrupa İstikrar Mekanizması'nın) hükümetler arası yapısı, ECCL'nin dezavantajlarıdır. Aynı zamanda, ECCL, tüm Euro Bölgesi ülkeleri tarafından ECCL'ye topluca aynı anda başvurulmasına karar verilmediği sürece, Euro Bölgesi genelindeki olası görüş ayrılığı da göz önünde bulundurularak ortak şoka yönelik ülke ülke bir çözüm olacaktır. Bu da ortak tahvile veya bir şekilde borç yardımlaşmasına karşı çıkan ülkeler tarafından tercih edilen çözüm olabilir.

Borç parasallaştırma veya zarar yazma olmadan borç sürdürülebilirliği olmaz

Açık olmak gerekirse merkez bankaları tarafından alım olmadan üç seçeneğin tümü de esasen olası likidite sorunlarını ele almaktadır ve finansman maliyetlerini düşük tutacaktır. Bununla birlikte, bu seçeneklerin hiçbiri borç yükünü de açığı da azaltmayacaktır. Dolayısıyla, tahvilin kalıcı olarak refinansmanı (ki bu durumda, kalıcılık bunun bilançoda sonsuza kadar tutulması anlamına gelmektedir) gibi bir tür borç parasallaştırma veya nihayetinde zarar yazmalar gerçekleşmek zorunda olacaktır.

“Tahvilin kalıcı olarak refinansmanı gibi bir tür borç parasallaştırma veya nihayetinde zarar yazmalar gerçekleşmek zorunda olacaktır”

Mali kuralların askıya alınması, Avrupa Yatırım Bankası fonlaması ve Avrupa Merkez Bankası'nın Pandemi Acil Durum Alım Programı ile ESM (Avrupa İstikrar Mekanizması) ve Avrupa Merkez Bankası'nın Karşılıksız Parasal İşlemleri, yeni bir euro krizine yönelik spekülasyona yanıt verilmesi amacıyla mevcut Euro Bölgesi ortamı tarafından sunulmak zorunda olan, yangını en iyi söndürme çalışmasıdır.

Borç yardımlaşmasının bir sonraki adımına geçilmesine yönelik siyasi isteklilik ise henüz söz konusu değildir. Sonuç olarak, el altından borç yardımlaşması devam edecek ve Avrupa Merkez Bankası'nın "daha uzun süreli düşük" uygulamasının yanı sıra Avrupa Merkez Bankası tarafından egemen ülke tahvili mevcutlarının refinansmanı nihayetinde "sonsuz kadar düşük" haline gelecektir.

Aslına bakıldığında, bu durum nihayetinde borç yardımlaşması ile "sonsuz kadar düşük faiz oranları ve parasal genişleme" arasında bir dengeleme olacaktır.

Carsten Brzeski, Peter Vanden Houte

Covid sonrasında dünya nasıl görünecek?



Covid-19 sonrası dönem, daha da uzun süreli, hatta sonsuza kadar sürebilecek olan düşük faiz oranları ile devlet bilançolarının şişirilmesiyle şekillendirilecektir. Öte yandan dahası var. Sağlık krizi, ekonomimizin yapısını temelde değiştirmiş olabilecektir.

Bu bildiğimiz dünyanın sonu mu?

Şu an herkes sağlık krizinin nasıl çözüleceğine, enfeksiyon eğrisinin düzleştirilmesine ve karantina uygulamalarından kaynaklanan olumsuz ekonomik etkiyle başa çıkılmasına odaklanırken kriz sonrası zamanı da gelecektir. Normalin geri geldiği bir zaman. Bununla birlikte, soru, bunun aynı normal durum olup olmadığı veya hâlihazırda bildiğimiz anlamda dünyanın sonuna mı şahitlik etmekte olduğumuzdur.

Ekonomik Güncelleme'mizin diğer bölümlerinde ele aldığımız üzere, ekonomik acil durum tedbirlerinin sonuçları olacaktır. Covid-19 sonrası dönem, kesinlikle, daha da uzun süreli, hatta sonsuza kadar sürebilecek olan düşük faiz oranları ile devlet bilançolarının şişirilmesiyle şekillendirilecektir. Euro Bölgesi'nde, Avrupa Merkez Bankası'nın alışılmadık tedbirlerinin olumsuz etkileri hakkındaki hararetli tartışmaların yanı sıra borç sürdürülebilirliğine ve doğru makro politika reçetesine yönelik gerginliklerin şiddetli bir şekilde geri dönmesi muhtemeldir. Üstelik dahası da var. Covid-19 krizi sırasında kazanılan yakın dönemdeki deneyimlere dayalı olarak daha fazla yapısal değişikliğin olması da muhtemel. İşte potansiyel değişikliklerden bazıları...

1. Gelir eşitsizliğinin daraltılması

Bazıları için hastalanmak, ücretli izne ayrılmak ve yüksek kalitede sağlık hizmetlerine erişim imkânına sahip olmak anlamına gelmektedir. Özellikle yarı zamanlı çalışanlar olmak üzere, diğerleri için ise hastalanmak, işlerini kaybetmek ve sağlık hizmetlerine hiçbir erişim imkânına sahip olmamak veya sınırlı erişim imkânına sahip olmak anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, karantina uygulaması tedbirleri sonucunda ülke genelindeki daha düşük hareketliliğin yanı sıra hizmetlere yönelik talebin zirveye çıkmasına ve arzın daralmasına bağlı olarak sağlık çalışanları için daha yüksek ücretlerin görülmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Kriz, (en azından geçici olarak) süre sistemli çalışanları yeniden tanımladı. Aynı zamanda, düşük ücretli hizmet çalışanları için daha yüksek ücretler ve belki de daha büyük (koşulsuz) temel gelir programları da görebiliriz. Öte yandan, esnek ekonomi çalışanları sert bir darbe görebilir. İtalya ve Almanya'da, çalışan nüfusun %2,5 ile %5'i arasındaki kısmı gelirlerinin en az %50'sini paylaşım ekonomisinden almaktadır. Kadınların sevdiklerine bakmak için işten daha fazla zaman almaya zorlanabilecek olmaları sebebiyle cinsiyet maaş farkı daha da kötüleşebilecektir.

2. Sosyal temastan kaçınmanın kalıcı olması

Pandemiler genellikle dalgalar halinde gelir ve yayılımın yönetilmesine yönelik en önemli araçlardan biri de sosyal temastan kaçınılmasıdır. Bu tedbirler, bu ani salgının geçmesi sonrasında dahi tümüyle geçerli olmaya devam edecektir. Bu da potansiyel olarak sosyal yaşam, spor ve kültürün yanı sıra çalışma şeklimiz üzerinde belirgin bir etkiye sahip olabilecektir. Küçük odalarda ve esnek masalarda çalışmayı bir düşünün.

Sürekli sosyal temastan kaçınmayla bu yine de mümkün olabilecek midir? Evden çalışan insan sayısındaki artış, ofis alanına yönelik talebi (ve fiyatları) düşürecek midir? Sosyal temastan kaçınma ve gelecekteki pandemi korkusu paylaşım ekonomisinin tüm trendini tersine çevirecek midir? Özel araçlara yönelik bir canlanma olacak mıdır? Daha geniş kapsamlı olarak bu durum, en azından gelişmiş dünyada, kentleşme için bir dönüm noktası olacak mıdır? Bunlar, önümüzdeki haftalarda ve aylarda yanıtlanması gereken pek çok sorudan sadece bazıları.

3. Küreselleşmenin geri çevrilmesi

Koronavirüs pandemisinin küreselleşmenin sonu anlamına gelip gelmediğini henüz bilmiyoruz, ancak işe her zamanki gibi geri dönmemiz pek muhtemel değil. Küresel ticaret bundan en çok zarar gören olacak ve belki de belli bir noktada geri dönüş yapacak. Bununla birlikte, küresel tedarik zincirlerinin kırılganlıklarına (örneğin, tıbbi malzeme stoklaması) maruz kalmış olmaları sebebiyle ülkeler, özellikle pandemilerin genellikle dalgalar halinde gelmelerine bağlı olarak uzun süreli kendi kendini ekonomik olarak izole etme halleriyle nasıl başa çıkılacağını öğrenmek zorunda olacaklardır. Aynı zamanda, dünya genelinde, ister yüz maskelerine yönelik ihracat yasakları ister aşı bulmaya çalışan yabancı şirketlerin satın alınmasına yönelik girişimler veya yabancı şirketler tarafından hayati önem arz eden malzemelerin yurt içinden ihracatının durdurulmasının düşünülmesi olsun, kriz ile başa çıkılmasında bir takım ulusçu refleksler ortaya çıkmıştır.

4. Dijitalleşme için sıradaki adımlar

Evden çalışmanın hız kazanmasına bağlı olarak internet bant genişliğine daha fazla talep olacak, ancak sonunda otoriteleri dijital altyapının esnekliğini ve hızını artırmaya zorlayabilecek olan siber güvenlik konusundaki kaygılar artacaktır. Her türden uzmanların yer aldığı platformlar ile sosyal hizmetlerin sunulmasına yönelik platformlar, kriz sonucunda daha fazla ilgi görür hale gelecektir. Buna ilaveten, ABD ve Avrupa gibi nakdin kral olduğu ülkelerde bile tüketiciler tarafından temassız ödemelerden daha fazla yararlanılması ve işlemlerinde nakit kullanımının azaltılması bizleri şaşırtmayacaktır.

Carsten Brzeski

Acil durum mali politikası ile para politikası için son aşama nedir?



Son birkaç hafta içerisinde, küresel finansal kriz sırasında görüleni gölgede bırakan mali ve parasal ateş gücü açıklamalarında bulunuldu. Bazı merkez bankaları tarafından oranlar daha önceden hiç ulaşılmamış seviyelere düşürüldü. Diğerleri tarafından ise parasal genişlemeye geri dönüldü. Başkaları tarafından da bu yıl için ilk kez alışılmadık dışında tedbirler başlatıldı. Bu parasal ateş gücü, mali canlandırma tedbirlerinin ağırlığıyla kıyaslandığında pek bir şey ifade etmemekte.

Bu teşvik paketleri günbegün büyümekte, ancak GSYİH'nın %10'una eşit olan ve hatta bazı hallerde bunu aşan oranlarda birleşir halde görünmekte. Vergi gelirlerinin GSYİH paydası ile birlikte çökmesine bağlı olarak GSYİH'nın oranı olarak bu ülkelerin bütçe açığı halen çok büyük olacaktır.

ABD ve Japonya da dahil olmak üzere, bazı büyük ekonomiler için %25'lik GSYİH aralığındaki açıkları dikkatle değerlendirmekteyiz. Bununla birlikte, devasa boyutlardaki mevcut borç yığınlarına karşın, hükümetler ve merkez bankaları, şimdi harcama yapmak ve sonuçlar hakkında daha sonradan endişelenmek veya normal üretken ekonomilerinin çok büyük bir kısmını sonsuza değin kaybetmeyi riske atmak zorunda olduklarının bilincindedir.

Küresel finansal krizden elde edilen tecrübe, alışılmışın dışındaki para politikasının dolambaçsız bir geri dönüşün nadiren olduğu bir "olay ufku" olduğunu göstermiştir. Finansal krizin on yıl sonrası olan 2018'e kadar parasal genişleme programını durduran ancak negatif mevduat faizlerinden kurtulmayı asla başaramayan ve şimdi tekrar parasal genişleme konumuna geçen Avrupa Merkez Bankası bu konuda iyi bir örnek olacaktır. İsveç Merkez Bankası da herkesin çok iyi bildiği gibi, 2019 Aralık ayında repo oranını sıfıra çekerek normal duruma geri dönmeyi denemiştir. Bu zamanla bugün ilgi çekici bir şekilde talihsiz görünmektedir. Japonya en az 2001'den beri bu durumda ve büyük ulusların çoğunun ilgisini çektiği görülen (Japonlaşma) düşük (negatif) oranlara ve düşük verimliliğe ilişkin kısır döngüden kendini çıkarmak için neredeyse hiçbir şansa sahip değil. Sadece 2018 yılında normal para politikasına geri dönülmesinin düşünülmesinde ABD başarılı oldu ki bu başarı da çoğundan iyi yapmalarına rağmen pek uzun sürmedi.

Burada kısmen, parasal canlandırmanın doğrusalsızlığı ve simetrik olmamasıdır. Düşükte (hatta pozitif oranlar) uygulama politikası, faydalı bir etkiye sahip olunmasını durdurmaktadır ve gerçekte büyüme için zarar verici nitelikte olabilmektedir. Öte yandan, merkez bankalarını "aşağı tükürsen sakal, yukarı tükürsen bıyık" şeklindeki para politikası kara deliğine sürükleyerek, oranların tekrar geri yükseltilmesinin gerçekte faydalı olduğu görünmemektedir. Hâlihazırda krizden çıkmak için ellerinden geleni yapmalarına bağlı olarak borçlanma maliyetlerini düşürmek suretiyle hükümetlerine yardım etmeye çalışmakta olan pek çok merkez bankası tarafından bu deneyimin yaşanması muhtemel görülmektedir.

Kısa vadede ekonomi için büyük bir yükseliş etkisi sunmasına karşın para politikası da o kadar kolay bir çıkış yolu değildir; pek çoğu için söz konusu olan parasal cephanenin yetersizliği göz önünde bulundurulduğunda birçok hükümetin bunu neden birincil araç haline getirdiği açıktır.

Bu yılki %10'luk canlandırma paketi ile ilgili sorun ise ertesi yıl ne yapılması gerektiğidir. Aynısını yapamamak, mali destekten mali sürüklemeye geçilmesi anlamına gelmektedir. Her sürüklemeye olduğu gibi de büyük çaplı mali rahatlık sonrasında "soğuk hindi politikasına/şok politikaya" geçilmesi nadiren mutlu sonla bitecektir. Bu sebeple hükümetler tarafından sadece teknik resesyonun dışında kalmak için harcamaya devam etme eğilimine girilmektedir. Bunun Japonya'da olduğu gibi ve %100 altı seviyelere konvansiyel olarak geri dönülmesine ilişkin inanılır hiçbir olasılık olmadan GSYİH borcu oranları %300'ün üzerinde olacak şekilde sona ermesi için çok uzun yılların geçmesine gerek yoktur.

Bununla birlikte, bu harcamadan kaçınılamaz. Şu sorunun sorulması gerekir: Başka bir yol var mı? Bazı ekonomistler olduğunu düşünmekte. Yine de bu muhtemelen asla yapılamayacak konvansiyonel tutuculuğun geri dönülemeyecek bir şey yapmasını teşkil etmektedir ve bu denli tereddüdün olmasının sebebi bu olabilir.

Cevap, açığın parasal olarak finanse edilmesidir. Bu, en masum şeklinde, bir ulusun merkez bankası tarafından parasal genişleme vasıtasıyla alınan kamu menkul kıymetlerine ilişkin doğrudan mevcutların faiz getirmeyen vade öngörülmemiş sürekli tahvillere çevrilmesini gerektirebilecektir. Bu durum, borcun iptal edildiğini söylemekle neredeyse aynı şey olmakla birlikte, söz konusu merkez bankası tarafından sermayesinden zarar yazmak ve basılı parayla kendisini yeniden sermayelendirme şeklinde başka bir parasal sihirbazlık numarası yapmak zorunda kalınmasını önler. Öte yandan, aynı tantana olmadan, aksi halde "helikopter para" adı verilen şeye muadildir. Bu tür politikalar, Japonya gibi ekonomiler için daha önceden olası final maçı olarak değerlendirilmiştir. Bugün ise çoğu ekonomi kendisini benzer bir konumda bulacaktır. O zaman şimdi değilse ne zaman?

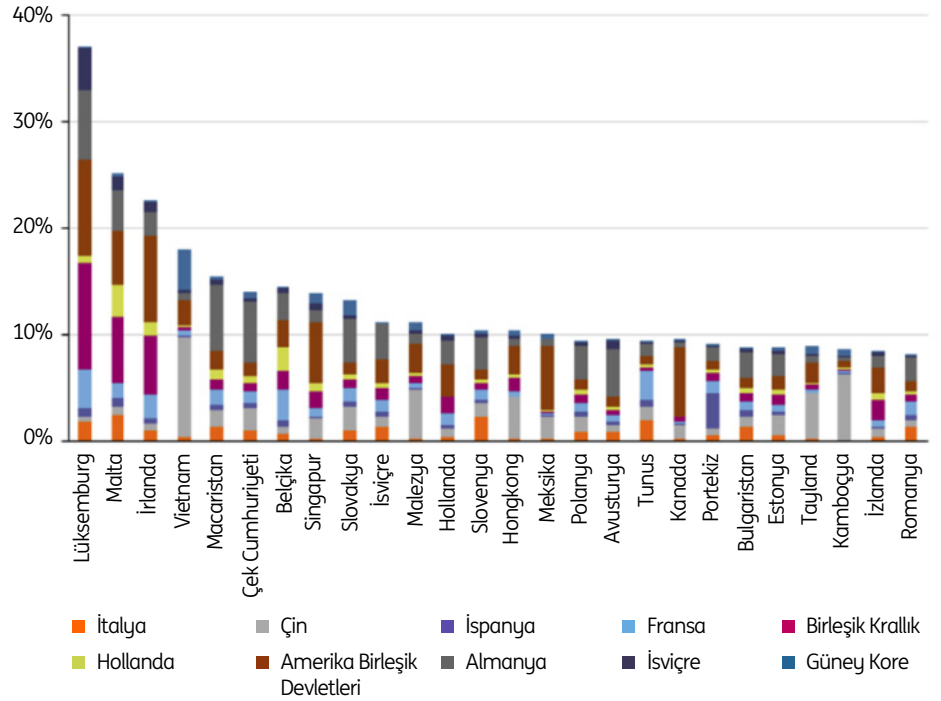
Robert Carnell

Koronavirüs değer zinciri şokundan en çok darbe gören ülkeler



Günümüzün globalleşmiş dünyasında herhangi bir ürünün değer zincirine pek çok şirketin katılımı söz konusudur. Ekonomiler, Covid-19 gibi bir olaya bağlı olarak üretimin düşmesi gibi dış etkenlerin sebebiyet verdiği ara ürünlerin tedarikindeki sıkıntılara karşı giderek kırılgan hale gelmiştir. Bu ürünlerin alternatif bir tedarikçiden temin edilmesinin zor olması halinde, arz darlıkları özellikle can yakar.

Şekil 25 - COVID-19'un en çok vurduğu (vefat sayısı) ilk on ülkeden girdilere bağlı olan ilk 25 ülke



Kaynak: ING

Mevcut durumda, Covid-19 birçok ülkede karantina uygulamasına sebebiyet vermiştir. Verdiğimiz grafik, Avrupa ve Asya'daki küçük açık ekonomilerin virüsün en çok vurduğu ülkelere en çok bağlı olan ekonomiler olduğunu göstermektedir. Mutlak ölü sayısı bakımından virüsten en çok etkilenen ülkeler aynı zamanda ihracat edilen mal ve hizmetlere ilişkin dünya piyasalarındaki en büyük tedarikçilerdir. Hesaplamalarımız, Lüksemburg, İrlanda, Singapur ve Vietnam'ın en kırılgan ülkeler arasında olduğunu göstermektedir. Amerika Birleşik Devletleri'ne yüksek orandaki maruziyeti göz önünde bulundurulduğunda, Kanada G10 arasında en üst sırada gelmektedir.

Grafikte gösterilen maruziyet türünün doğrusal olmadığı belirtilmelidir. Başka bir yerde mevcut olmaması halinde, küçük, düşük değere sahip olan herhangi bir girdi tüm tedarik zincirini durdurabilir.

Karantina uygulamasının olduğu ülkelerdeki talebin daralmasına bağlı olarak ihracat kanallarıyla küçük açık ekonomiler de Covid-19'dan zarar görmektedir. Daha büyük ölçekli (G10) ekonomiler arasında dış talebin düşmesine en çok Almanya maruz kalmıştır ve onu Kanada izlemektedir.

Yukarıdaki bilgiler, kapalı ekonomilerin, tanım gereği bu krizde daha iyi durumda olduğu anlamına gelmemektedir. Herhangi bir ülkenin daha iyi durumda olup olmadığı büyük ölçüde, söz konusu ülkenin kendisinde virüs salgınının sınırlandırılmasına yönelik karantina uygulamalarının sebebiyet verdiği hasarın ekonomik vahametine bağlıdır. ABD gibi görece kapalı ekonomiler, küresel tedarik zincirlerindeki kesilmelerden dolayı küçük açık ekonomiler kadar kırılgan değildir, ancak bu krizin gösterdiği gibi onlar da büyük darbe görebilirler.

[Değer zinciri analizimizin daha detaylı versiyonunu okumak için buraya tıklayın.](#)

Raoul Leering, Timme Spakman

Covid-19 gelişmekte olan piyasalardaki kamu borcu sıkıntılarında oluşan bir miras bırakabilir mi?



Belirgin sosyoekonomik zorlukların ve negatif ekonomik etkinin dışında, pek çok gelişmekte olan piyasa ülkeleri tarafından portföy akışlarına bel bağlanmıştır. Krizin başlamasıyla, 2019'un çoğu için görmüş olduğumuz girişler, IMF'ye göre 23 Mart'a kadar yatırımcılar tarafından 83 milyar ABD dolarının çıkarılmasıyla bir anda güçlü çıkışlara dönüşmüştür. Daha zayıf mali gelirlere ve cari işlemler dengelerine yol açarak, emtia ihracatlarına ve turizmde aşırı derecede bel bağlamış olan ülkeler için başka zorluklar da ortaya çıkacaktır.

Kamu borcu sürdürülebilirliğine ve dış kırılganlıklara yönelik kaygılar neden ortaya çıktı?

Ekonominin desteklenmesine yönelik politika alanı gelişmekte olan piyasalar genelinde büyük bir farklılık göstermekte olduğundan dolayı burada aynı zamanda kamu borcu sürdürülebilirliğini de ele almaktayız. Bilhassa, büyümenin daha düşük gelmesiyle pek çok ülke tarafından daha yüksek mali açıkların (daha düşük gelir ve daha yüksek harcama) yaşanacak olmasına bağlı olarak kamu borcu oranlarında ani bir yükseliş beklemekteyiz. Bu noktada bahsedilmesi gereken iki ek baskı noktası mevcuttur: İlk olarak finansman maliyetleri, bütçeleri daha fazla gererek daha yüksek risk primi yansıtacak şekilde artmaktadır. İkinci olarak birçok gelişmekte olan piyasa hükümeti döviz cinsinden borçlanmıştır. Gelişmekte olan piyasa para birimlerinin son zamanlarda baskı altına girmesiyle (J.P. Morgan EMCI'ye dayalı olarak %-9), döviz cinsinden dış borç ana taksitinin yerel para birimi cinsinden değeri ve borç servisi artmaktadır.

Ülke borcu sıkıntısına yönelik işaretleri nerelerde görmekteyiz?

Yılın başından itibaren, gelişmekte olan piyasalar %10'un üzerinde getirili ABD\$ cinsinden tahvil alım satımı tutarı, yılın başındaki 90 milyar ABD\$ dolaylarındaki seviyeden (çıkarılmış tahvillerin %10) şu an 190 milyar ABD\$ (%21) seviyesine ulaşarak iki katına çıktı. Bunların birçoğu emtia fiyatı şokundan ağır darbe gördü, diğerleri için ise zaten zayıf olan kamu borcu sürdürülebilirliği mevcut krizle kızıştirılmakta. Şimdilik, kaygılar büyük çaplı gelişmekte olan piyasa ekonomilerinden ziyade gelişme ihtimali olan piyasaların etrafına yoğunlaşmakta. Piyasa fiyatlamasına dayalı olarak Angola, Arjantin, Ekvator, Gabon, Lübnan, Sri Lanka, Surinam, Tacikistan ve Zambiya ile daha az ölçüde olmak üzere Gana, Irak, Nijerya ve Umman için borç sıkıntısına yönelik işaretler görmekteyiz.

Rahatlama nereden gelebilir?

IMF ve Dünya Bankası tarafından sırasıyla 50 milyar ABD\$'lık ve 12 milyar ABD\$'lık acil durum fonlama programları oluşturuldu ve çok daha fazlası yolda. Her iki kuruluş tarafından aynı zamanda, 16/17 Nisan sanal İlkbahar Toplantıları itibarıyla değerlendirmelerde bulunmak ve onay verilmek üzere G20 liderlerine davette bulunularak Dünya Bankası IDA (Uluslararası Kalkınma Birliği) ülkeleri için iki taraflı kredi verenlerden borç ödemelerinin askıya alınmasına yönelik çağrıda bulunulan ortak bir açıklama yapılmıştır. Bir taraftan, çok taraflı destek ve borç hafifletmesi birtakım egemen ülkelere yönelik baskıyı hafifletebilecekken, diğer taraftan, özel sektör yatırımcılarından bu yükten bir pay üstlenmelerinin talep edilmesine yönelik bir risk söz konusudur.

Borç sıkıntıları bir kenara bırakıldığında, izlenmek için başka neler önemli?

Geçtiğimiz hafta boyunca, mali ve dış kırılganlıkların artmasına bağlı olarak ağırlıklı olarak emtia üreticilerine etki ederek not indirimleri gelmiştir. Bununla birlikte, diğerleri daha kırılgan (Angola, Nijerya ve Umman dahil olmak üzere) güçlü tamponlarla övünen bazı Orta Doğu ve BDT ülkelerinde (Azerbaycan, Kazakistan, Kuveyt, Katar, Rusya, Suudi Arabistan ve BAE) büyük bir farklılık tespit ettik. Daha büyük çaplı gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin arasında Meksika ve Güney Afrika da ağırlıklı olarak Meksika için daha düşük büyüme öngörülleri, Güney Afrika için ise kamu borcu sürdürülebilirliği kaygıları sebebiyle not indirimine konu olmuşlardır.

Trieu Pham

Şekil 24 - ING küresel tahminleri

	2020 Tahminleri					2021 Tahminleri				
	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl	1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	Mali Yıl
Amerika Birleşik Devletleri										
GSYH (bir önceki döneme göre %, yıllık olarak hesaplanmış)	-6.0	-40.0	22.0	10.0	-7.0	5.0	4.0	3.5	3.0	3.4
CPI ortalama (bir önceki yılın aynı dönemine göre %)	1.9	-0.9	-1.3	-1.3	-0.4	-0.9	1.5	1.8	1.8	1.0
Federal fonlar (% eop)	0.25	0.25	0.25	0.25		0.25	0.25	0.50	0.75	
3 aylık faiz oranı (% eop)	1.45	0.85	0.75	0.6		0.55	0.5	0.75	0.95	
10 yıllık faiz oranı (% eop)	0.65	0.50	0.75	0.75		1.00	1.00	1.25	1.50	
Euro Bölgesi										
GSYH (bir önceki döneme göre %, yıllık olarak hesaplanmış)	-15.2	-16.0	13.0	7.5	-5.0	2.5	2.0	2.0	2.0	3.2
CPI ortalama (bir önceki yılın aynı dönemine göre %)	1.1	0.6	0.8	1.0	0.9	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
Refinansman minimum faiz oranı (% eop)	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	
3 aylık faiz oranı (% eop)	-0.340	-0.350	-0.350	-0.400		-0.400	-0.400	-0.400	-0.400	
10 yıllık faiz oranı (% eop)	-0.47	0.50	0.40	0.35		0.25	0.20	0.20	-0.1	
Japonya										
GSYH (bir önceki döneme göre %, yıllık olarak hesaplanmış)	-1.0	-27	18	1.8	-5.0	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9
CPI ortalama (bir önceki yılın aynı dönemine göre %)	0.5	-0.1	0.5	0.3	0.3	0.7	1.2	0.9	0.7	0.9
Olağanüstü yedek akçe oranı (%)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
3 aylık faiz oranı (% eop)	0.00	0.05	-0.05	-0.10		-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	
10 yıllık faiz oranı (% eop)	0.00	-0.20	-0.10	0.00		0.00	0.00	0.00	0.00	
Çin										
GSYH (bir önceki yılın aynı dönemine göre %)	3.6	3.9	4.0	4.5	4.0	5.8	5.9	5.6	5.7	5.8
CPI ortalama (bir önceki yılın aynı dönemine göre %)	5.0	4.5	3.5	2.4	3.9	2.0	2.2	2.5	2.5	2.3
Çin Merkez Bankası 7 günlük ters repo oranı (% eop)	2.2	2.0	2.0	2.0		2.0	2.0	2.0	2.0	
10 yıllık faiz oranı (% eop)	2.60	2.45	2.50	2.60		2.70	2.80	2.90	3.00	
Birleşik Krallık										
GSYH (bir önceki döneme göre %, yıllık olarak hesaplanmış)	-5.5	-35.0	20.0	8.0	-6.1	3.5	2.4	1.5	0.5	2.6
CPI ortalama (bir önceki yılın aynı dönemine göre %)	1.7	0.8	0.8	1.2	1.1	1.4	1.9	1.9	1.8	1.8
İngiltere Merkez Bankası resmi faiz oranı (% eop)	0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.25	0.25	
3 aylık faiz oranı (% eop)	0.6	0.3	0.3	0.3		0.3	0.4	0.4	0.4	
10 yıllık faiz oranı (% eop)	0.35	0.2	0.4	0.5		0.8	0.9	1.1	1.3	
EUR/USD (eop)	1.10	1.12	1.15	1.2		1.18	1.15	1.12	1.10	
USD/JPY (eop)	108	105	100	100		102	105	108	110	
EUR/CNY (eop)	7.20	7.25	7.00	6.90		6.80	6.70	6.60	6.50	
EUR/GBP (eop)	0.89	0.89	0.88	0.85		0.85	0.85	0.85	0.85	
Brent Ham (ABD\$/milyar varil, ortalama)	53	20	35	45	38	50	60	60	63	58

Büyük boyut ve tahminlerimize yönelik belirsiz çevre göz önünde bulundurularak GSYİH tahminleri en yakın tam/yarı sayıya yuvarlanmıştır.

Kaynak: ING tahminleri

Sorumluluğun Reddi Beyanı

Bu yayın, ING Bank N.V.'nin ("ING") Ekonomik ve Finansal Analiz Bölümü tarafından belirli bir kullanıcının yatırım hedeflerine, finansal durumuna veya yöntemlerine bakılmaksızın sadece bilgilendirme amaçlı olarak hazırlanmıştır. ING, ING Group'un (bu amaçla ING Group N.V. ve iştirakleri ile bağlı ortaklıkları) bir parçasını oluşturmaktadır. Yayında yer almakta olan bilgiler, yatırım önerisi ve herhangi bir finansal aracın satın alınmasına veya satılmasına yönelik yatırım tavsiyesi, hukuki tavsiye veya vergi bakımından tavsiye veya teklif veya talep niteliğinde değildir. Bu yayının, yayınlandığında gerçek dışı veya yanıltıcı olmamasını sağlamak üzere makul özen gösterilmiş olmakla birlikte, ING tarafından bu yayının doğru veya eksiksiz olduğuna dair herhangi bir beyanda bulunulmamaktadır. ING tarafından, bu yayının herhangi bir şekilde kullanılmasından doğan doğrudan veya dolaylı veya netice kabilinden kayıplara ilişkin hiçbir sorumluluk kabul edilmemektedir. Aksi belirtilmediği sürece, görüşler, öngörüler veya tahminler yayının tarihi itibarıyla sadece yazarın (yazarların) görüşlerini, öngörülerini veya tahminlerini teşkil etmektedir ve bildirim yapılmaksızın değişikliğe tabidir.

Bu yayının dağıtımı, farklı yargı yetki bölgelerinde kanunen veya mevzuata dayalı olarak kısıtlanabilecektir ve bu yayına ulaşan şahıslar tarafından bu tür kısıtlamalar bilinmeli ve bunlara riayet edilmelidir.

Bu raporda telif hakkı ve veritabanı hakları koruması mevcuttur ve bu rapor, ING'nin açık ön izni olmaksızın herhangi bir şahıs tarafından herhangi bir amaçla çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayınlanamaz. Tüm hakları saklıdır. ING Bank N.V., Hollanda Merkez Bankası tarafından yetkilendirilmiştir ve Avrupa Merkez Bankası (ECB), Hollanda Merkez Bankası (DNB) ve Hollanda Finansal Piyasalar Otoritesi (AFM) tarafından denetime tabidir. ING Bank N.V. Hollanda'da kurulu bulunmaktadır (Ticaret Sicil Numarası: 33031431 Amsterdam). Birleşik Krallık'ta, bu bilgiler ING Bank N.V. Londra Şubesi tarafından onaylanmış ve/veya aktarılmıştır. ING Bank N.V. Londra Şubesi, Finansal Yönetim Otoritesi (FCA) tarafından sınırlı düzenlemeye tabidir. ING Bank N.V. Londra Şubesi, İngiltere'de (Sicil Numarası BR000341) 8-10 Moorgate, Londra EC2 6DA adresinde tescillidir. ABD'li Yatırımcılar İçin: Bu raporu görüşmek veya bu raporda belirtilen herhangi bir menkul kıymette işlem gerçekleştirmek isteyen şahıslar tarafından NYSE, FINRA ve SIPC üyesi olan ING Financial Markets LLC ve geçerli gereklilikler çerçevesinde bu raporun Amerika Birleşik Devletleri'ndeki dağıtımına ilişkin sorumluluğu kabul etmiş bulunan ING bölümü ile temas kurulmalıdır.

Talep üzerine ilave bilgi sunulabilecektir. ING Group hakkında daha fazla bilgi için <https://www.ing.com> adresini ziyaret edebilirsiniz.