

ALLIANZ ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ

COVID-19: EKONOMİ

KARANTİNADA

31 Mart 2020

04 Sağlık krizinin ekonomiye üç şok dalgasıyla yayılması

06 Olağanüstü zamanlar için olağanüstü önlemler

08 Baz Senaryomuz: 2020 yılı için ciddi bir resesyon ve 2021 yılında U şeklinde bir toparlanma

09 Alternatif senaryo: Uzayan kriz (ve L şeklinde toparlanma)

10 Sermaye Piyasaları: Toparlanmadan önce kötüye gidiş devam edecek

12 Şirketler kesimi: Politika önlemlerine rağmen gecikmeli olarak iflaslar devam edecek

13 Kömür madenindeki kanaryalar

14 Uzun vadeli sonuçlar: Bir krizin mirası

YÖNETİCİ ÖZETİ



Ludovic Subran, Chief Economist

+49 (0) 1 75 58 42 725

Ludovic.SUBRAN@allianz.com

Alexis Garatti, Head of Economic Research

Eric Bartholon, Head of Capital Markets Research

Ana Boata, Head of Macroeconomic Research

Maxime Lemerle, Head of Sector and Insolvency
Research

Georges Dib, Economist for Latin America, Spain and
Portugal

Françoise Huang, Senior Economist for APAC

Patrick Krizan, Senior Economist for Italy and Greece

Manfred Stamer, Senior Economist for Emerging
Europe and the Middle East

Katharina Utermöhl, Senior Economist for Europe

Jordi Basco Carrera, Fixed Income Strategist

- **COVID-19 salgını karşısında birçok hükümetin salgın eğrisini düzleştirmeye yönelik aldığı önlem dünyayı en az üç aylığına benzeri görülmemiş bir durma noktasına getirdi.** Aralık 2019'da ekonomi ve sermaye piyasalarına yönelik son görünüm raporumuzu hazırlarken What to expect in 2020-21: Defending growth at all costs, başlığımızın bu kadar uğursuz geleceğini tahmin etmiyorduk. Ocak ayından beri salgın üç aşamada kendini gösterdi: Önce Çin merkezli bir arz şoku küresel ticareti etkileyerek tedarik zincirlerinde aksaklık yarattı, daha sonra yatırımcıların resesyonun kaçınılmaz olduğunu anlamasıyla finansal piyasalar çözülmeye başladı ve şimdi de Çin, Avrupa ve ABD, hem tüketim hem de yatırım harcamalarını olumsuz etkileyen ciddi bir talep şokuyla karşı karşıya.
- **Politika yapıcıları bu olağanüstü zamanda resesyon eğrisini düzleştirebilmek için olağanüstü önlemlere yöneldi. Baz senaryomuzda 2020 yılının ilk yarısında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunu kapsayan keskin bir küresel resesyon bekliyoruz. Bunu U şeklinde bir toparlanma takip edecektir.** AMB'nin 1,1 trilyon euro'luk ve Fed'in 1,5 milyar dolarlık likidite imkanlarından tutun da dünya çapında sağlanan iş dostu mali desteklere kadar (ülkeden ülkeye büyümeye 0,5 ila 1,2 yüzde puanlık destek sağlayan önlemler) her şey nakit akışı krizini atlattık, daha derin bir likidite krizini önlemek ve ekonomiyi korumak için yapıyor. Ancak, Çin örneğinden yola çıkarak salgını önlemek için alınan bir aylık önlemlerin her bir ekonomide %20 ila %30 arası şok yaratacak maliyetleri olabilir. Salgının tek bir çeyrekte küresel ticaret üzerinde yarattığı zararın maliyeti de 1064 milyar dolar olacaktır çünkü AB ve ABD çok sıkı sınır yasakları da dahil ciddi tecrit önlemleri alıyor. 2020 yılının ikinci yarısında başlamasını öngördüğümüz toparlanma şokla orantılı olacak ama geçici bir ani aşırı enflasyonla birlikte gelecektir.
- **Sermaye piyasaları için durum toparlanmaya başlamadan önce biraz daha kötüleşecek. Şirketler kesimi kanadında 2020 yılında dünya çapında iflasların %14 artmasını bekliyoruz.** Piyasalar henüz dünya GSYH'sinin %50'sini etkileyen tecrit uygulamalarıyla gelen olumsuz haber akışını tamamen fiyatlandırmış değil. Kısa vadeli oynaklıkların hisse senedi piyasalarını %10 ila %20 arası daha aşağıya çekmesini, uzun dönemli ulusal tahvil getirilerinde 30 ila 50 baz puan arası aşağı yönde düzeltme olmasını ve kurumsal kredi yatırım notu spread eğrilerinde 100 baz puanlık genişleme görülmesini bekliyoruz. Ancak politika yapıcıların güvenilirliğinin artması ve U şeklinde gerçekleşecek toparlanmanın başlamasıyla sene sonuna doğru sermaye piyasalarının kademeli bir şekilde zararlarını telafi etmeye başlamalarını öngörüyoruz. Şirket kesimine geldiğimizde ise, politika yapıcıları işsizlik ve iflasların önüne geçmek için her şeyi yapma konusunda ne kadar söz verse de iş yerlerinin yeniden açılmasını takiben büyük ihtimalle bir iflas dalgası yaşanacak ve 2020 yılında iflaslar üst üste dördüncü kez artacak.
- **Yanlış giden bir şey olabilir mi? Yanlış gelişebilecek üç durum var: Şirketlerin kesimi üzerindeki baskı, likidite sorunları ve ekonomi politikası hataları. Bunlara ek olarak 12 ila 18 ay sürebilecek bir sağlık krizine bağlı olarak (virüsün yeniden alevlenmesiyle) ekonomik ve finansal krizin daha da uzayacağı alternatif bir senaryo da çalıştık.** Aşağı yönlü risklere bakacak olursak, mal ve hisse senedi piyasalarında fiyatlarda keskin bir düşüş likidite ve kredi sorunlarını beraberinde getirecek ve 2008-2009 döneminde olduğu gibi küresel ekonominin (kurumsal tahvil piyasaları üzerinde oluşacak ciddi stresi de kapsayan) temel zayıflıklarını ortaya çıkaracaktır. Ayrıca, ekonomi politikalarında hata yapılması riskine karşı da dikkatli olunması lazım: merkez bankaları ve hazineler görülmemiş seviyede destekleyici politikalar izliyor ama bunların geri sekme riski de yüksek. Böyle bir durumda resesyon 2021 yılına sarkabilir ve toparlanma L şeklinde gerçekleşerek: parasallaşma ve sistematik hisse senedi/kredi/likidite sorunları yaratabilir. Ayrıca bu durumda, politika yapıcıların artan doğrudan müdahalelerinden dolayı piyasalar refleks işlevlerini yıllarca kaybedebilir ve ekonominin motorlarını kendi kendine yeniden çalıştırması zorlaşabilir.
- **Durumdan dersler çıkarılması için henüz çok mu erken?** COVID-19 krizi: sağlık yatırımlarına bakışımızı, kapsayıcı kapitalizm anlayışımızı, Çin'in yumuşak gücüyle ilgili değerlendirmelerimizi ve küreselleşme anlayışımızı kesinlikle değiştirecek. Yaşamı tehdit edici olaylar için tasarrufta bulunma şekillerimizi gözden geçirmemize neden olacak ve önümüzdeki bir diğer hızla büyüyen, olasılıklı ve toplumsal zorluk olan iklim değişikliğiyle mücadeleye bakışımızı sorgulatacak.

Grafik 1: Reel GSYH büyümesi (yıllık, %)

	2017	2018	2019	2020	2021
Dünya GSYH büyümesi	3.3	3.1	2.5	0.5	3.1
ABD	2.4	2.9	2.3	0.5	2.7
Latin America	0.9	1.0	0.1	-1.8	1.6
Brezilya	1.1	1.3	1.1	-1.5	1.9
İngiltere	1.8	1.3	1.4	-0.9	1.3
Euro Bölgesi Üyeleri	2.7	1.9	1.2	-1.8	2.1
Almanya	2.8	1.5	0.6	-1.8	2.2
Fransa	2.4	1.7	1.3	-1.3	2.2
İtalya	1.7	0.7	0.3	-3.5	1.7
İspanya	2.9	2.4	2.0	-0.8	2.0
Rusya	1.6	2.3	1.3	1.2	1.8
Türkiye	7.5	2.8	0.9	2.5	4.0
Asya	5.4	4.9	4.4	2.3	4.7
Çin	6.9	6.7	6.1	4.0	5.8
Japonya	2.2	0.3	0.7	-2.0	2.5
Hindistan	7.3	6.2	5.3	3.8	5.8
Orta Doğu	1.2	1.1	0.6	0.1	2.2
Suudi Arabistan	-0.7	2.4	0.2	1.2	2.0
Afrika	3.1	2.7	1.9	0.4	2.4
Güney Afrika	1.4	0.8	0.3	-0.5	0.7

Kaynaklar: Euler Hermes, Allianz Araştırma

COVID-19: SAĞLIK KRİZİNİN EKONOMİYE ÜÇ ŞOK DALGASIYLA YAYILMASI

Ticari resesyon, aşırı değerlendirmeler ve bölünmüş bir dünya: 2020 yılı zayıf başladı.

Önce, küresel mal ve hizmet ticareti büyümesi 2009 yılından beri görülmemeyen yavaş bir hızda kaldı. İmalat sektörü de 2019'un 3.Ç.'nden beri resesyondaydı. ABD ve Çin arasındaki ticari anlaşmazlık ve bunun beraberinde getirdiği imalat sanayiindeki resesyon ve otomotiv ve elektronik sektörlerindeki şoklar nedeniyle ticaret hacim olarak sadece %1,4 arttı ve nominal olarak azaldı. ABD ve Çin arasında ticari anlaşmanın ilk aşamasının kaydedilmesi belirsizliği kısmen dağıttı, ancak tarifelerde önemli bir azalmaya neden olmadı. Çin'den 250 milyar dolarlık ithalat üzerinde vergiler kaldı. İkincisi, farklı pazarlar aşırı değerlendirme bölgesinde idi. Bu gibi durumlarda, herhangi bir belirsizlik şoku fiyatlar ve likidite üzerinde hızlı bir etki yaratabilir ve şirketler için finansman koşullarını bozabilir. Son olarak, ABD'de ve neo-otoriter gelişmekte olan pazarlarda tasarruf politikalarının artmasıyla çok taraflılık bir darbe aldı: 2019 yılında son on yılda

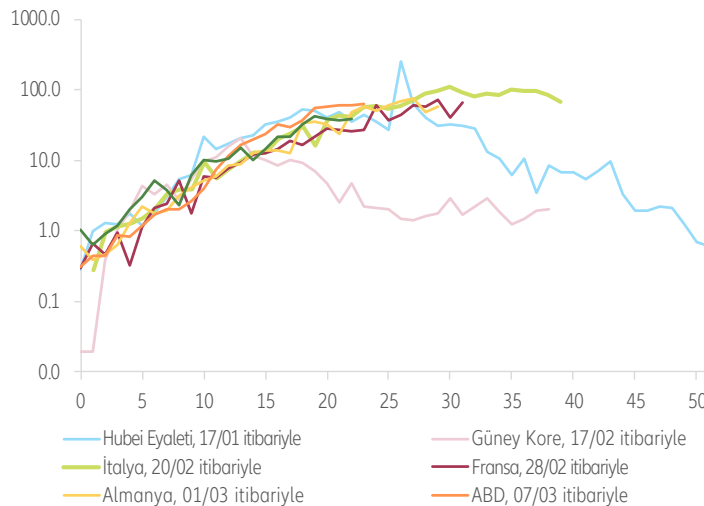
görülenden daha fazla korumacı önlem hayata geçirildi (2019 yılında 1066 önlem. Karşılaştırmak gerekirse 2018'de 1049 önlem alınmıştı ve 2009'da ise sadece 284). Çok taraflılığın gerilemesi, dünya ekonomisinin yaşayacağı büyük bir şok durumunda koordinasyon içinde olabilme potansiyelini azalttı.

Tasarruflar ve politik aktivizm dayanıklılık sağladı. Yüksek seviyedeki belirsizliğe rağmen 2019 yılında talep ve hizmet odaklı faaliyetler dayanıklılığını korudu. Yurtiçi toplam tasarruf seviyeleri yüksek kalmaya devam etti. Çin'de %45'in üzerinde, Euro Bölgesi'nde yaklaşık %25 ve ABD'de %15. Şirketler hâlen karlıydı: Her ne kadar kar marjları azalmaya başlamış olsa da 2019 yılı sonunda uzun vadeli ortalamalarına yakındı. Son olarak, 2019 yılı politik aktivizmi de, özellikle para politikalarında gevşeme olarak, geri getirmişti ve bu da ticari gerilimler karşısında bir tampon oluştuyordu.

Koronavirüs salgını siyah bir kuğu gibi geldi. Bu yazıyı yazarken

dünya çapında teyit edilmiş vaka sayısı 220 bin civarındaydı. Salgın ilk olarak Aralık 2019'un sonlarında Çin'in Hubei eyaletinde ortaya çıktı. Ocak ayının ortasında ciddi resmi önlemler alınmaya başlandı ve ilk evden çıkma yasakları 23 Ocak 2020'de yürürlüğe girdi. Bu yasaklardan sonra virüsün yayılmasının yavaşlaması neredeyse bir ayı aldı ve onun üzerinden bir ay daha geçtikten sonra da evden çıkmama yasakları yavaş yavaş kaldırılmaya başlandı. 26 Şubat tarihine kadar salgın daha çok Çin'de yoğunlaşmıştı (teyit edilen vakaların %95'i Çin'deydi). Bu tarihten sonra tüm dünyaya yayılmaya başladı. Örneğin, 26 Mart itibarıyla vakaların %50'ye yakını Avrupa'daydı. Çin'den 1,5-2 ay sonra İtalya, İspanya ve Fransa'da sırasıyla 10, 14 ve 17 Mart'ta evden çıkma yasakları uygulamaya kondu. Bu da, Çin deneyiminden yola çıkarak, küresel salgının en azından Haziran ayına kadar sürebileceği anlamına geliyor.

Grafik 2: Her 1 milyon kişi için günlük teyit edilmiş vaka sayısındaki değişim



Kaynaklar: Official Reports, Allianz Araştırma

Benzersiz bir sağlık krizinin üzerine, ekonomik etkiler birleşir: ticaret, finans ve tüketim. COVID-19 krizi dünya için üç aşamalı bir şok yarattı:

- 1. AB, Çin ve ABD'de salgını önlemeye yönelik alınan her bir aylık önlemlerin küresel olarak 538 milyar dolarlık ihracat zararına neden olduğunu tahmin ediyoruz.** Başlangıçta sadece Çin merkezli olan sert evden çıkma yasağı önlemleri kısa süre içinde küresel mal ve hizmet ticareti (seyahat ve nakliye) ve tüm dünyada üretim tedarik zincirlerini hemen bozan şok dalgaları yarattı. Artık, Avrupa ve ABD'de de eve çıkma yasakları uygulandığından, ticaretin 2020'de karantinada kalacağı söylenebilir. Çeyrek boyunca, normal faaliyet seviyelerine aşamalı bir geri dönüş olacağı varsayımıyla, kayıplar 1064 milyar dolara ulaşabilir. Bu nedenle, mal ve hizmet ticaretinin resesyona girmesini (1.Ç. ve 2.Ç.'te daralma olmasını) ve buna bağlı olarak da ticaretin 2020 yılında %4,5

küçülmesini bekliyoruz. Sonuç olarak, 2020 petrol fiyatı tahminimizi varil başı ortalama 41 dolara düşürdük çünkü uzun sürecek (2.Ç.'in hepsi olmasa da bir kısmını kapsayacak) ve küresel çapta olacak bu kriz talepte bir düşüş yaratacaktır.

- 2. MSCI Dünya hisse senedi endeksi 90 günde %30 değer kaybıyla 2008-09 konut kredisi krizinden beri görülen en keskin düzeltmeyi yaşadı. Küresel para arzı daha sıkı finansal koşulların sinyalini verdi.** İnsanların, malların, hizmetlerin ve dolayısıyla paranın fiziksel dolaşımındaki ani duruş ve bunu para politikasının etkinliği bakımından (sosyal mesafeye kıyasla) getirdiği zorluklar, piyasa aktörlerini şaşkına çevirdi. Oynaklık rekor seviyelere geri döndü. Bir likidite düğümünün ardından tüm varlık sınıfları sırayla etkilendi.
- 3. Dünyada eşi benzeri görülmemiş bir salgın sınırlama şoku yüz yılın en ciddi**

durgunluğuna yol açabilir. Bunun ciddi etkileri olacaktır. COVID-19 bir inziva krizi haline geldi. Hükümetler tarafından alınan sert evden çıkmama önlemlerinin uygulanması, özel tüketim yatırım harcamalarını askıya aldığı için büyümeden ciddi fedakarlıklar yapılmasına neden oldu. Bu yazının yazıldığı tarihte küresel GSYH'nin dörtte üçü bir şekilde ev hapsinde ve bu şokun katlanarak artan, olasılıklı ve kolektif niteliği, hem davranışlar hem de yatırım ve tasarruf döngülerinde ikincil ve üçüncü tur etkiler yaratabilir.



OLAĞANÜSTÜ ZAMANLAR İÇİN OLAĞANÜSTÜ ÖNLEMLER

Politika yapıcılar nakit akışı krizini hafifletmeye, daha derin bir likidite krizini önlemeye ve ekonomiyi korumaya odaklandı.

Mali politikalar: (i) kredi hatları ve kamu garantileriyle şirketlerin hissedebileceği nakit akış baskılarını hafifletmeye ve harcamalarını ertelemeye (vergiler, faizler, elektrik, su vs ödemeleri vb) ve (ii) sosyal güvenlik ağlarını güçlendirmek ve gelir sübvansiyonları sağlamak yoluyla hane halkı gelirine destek vermek üzerine tasarlandı. Para politikaları "ne pahasına olursa" modundan "elinden geleni ardına koyma" moduna geçerek olağanüstü likidite önlemleri ve destek sağlamaya başladı. Mali önlemler ülkeden ülkeye değişmekle birlikte büyümeye %0,5 puan ile (İspanya) %1,5 puan (Almanya) arası destek sağlayarak (ABD için %2 puandan fazla) resesyonun en zor kısmının hafifletilmesine yardımcı olacak. Para politikası önlemleri ise parasal aktarım mekanizmalarını korumaya ve COVID-19'un finansal sistem üzerinde ikincil tur etkilerini önlemeye yönelik tasarlanıyor.

Çin'de otoriteler politika desteği konusunda hızlı davrandı. Para politikası kanadında Şubat başından beri açık piyasa işlemleri (1,7 trilyon RMB), orta vadeli borç verme kolaylıkları (300 milyar RMB) ve mevduat münzam karşılığı oranlarında indirimlerle (550 milyar RMB) çok çeşitli şekillerde toplam 2.550 milyar RMB'lik (diğer bir deyişle nominal GSYH'nin %2,4'ü) likidite enjeksiyonu sağlandı. Ana Kredi Oranı 10 baz puan düşürüldü ve bankalardan ihtiyaç halindeki şirketlere avantajlı kredi koşulları

sağlamaları istendi. Mali politikalar kanadında yerel hükümetlere tahvil ihracını arttırabilmeleri için izin verildi. Ayrıca, bu sene şirketler üzerindeki mali yüklerin vergilerde ve sosyal güvenlik ödemelerinde indirimlerle yaklaşık 1,5 trilyon RMB düşürüleceğini tahmin ediyoruz. Genel olarak baktığımızda 2020 yılı mali destek paketi büyüklüğünün GSYH'nin %4,4'üne ulaşacağını öngörüyoruz. Karşılaştırmak gerekirse bu oran 2018-2019 döneminde %5,7'ydi. Şu noktada mali destek önlemleri daha hedefe odaklı olan parasal genişleme önlemlerinden daha etkili görünüyor. Bizce, Çinli politika yapıcılarının önceliği, ekonominin yeniden toparlanmaya başlamasını sağlamaktansa salgının ekonomi üzerinde yarattığı zararları yumuşatma yönünde çünkü borç balonunu kontrol etmekle ilgili endişeler hâlen devam ediyor.

Avrupa'da sadece Euro Bölgesi için hükümetler 1 trilyon euroluk kamu garantileri sağlıyor. (örneğin Almanya 500 milyar EUR, Fransa 300 milyar EUR, İspanya 100 milyar EUR) bunların hepsi şirket iflaslarında ani bir artış yaşanmasını önlemek için. Bütçe harcamalarında da toplam 250 milyar EUR'yu geçen artış var. Alınan önlemler arasında borçların ertelenebilmesi, kısmi işsizlik ve ulusal kamu bankaları tarafından sağlanan destekler yer alıyor. **AMB (Avrupa Merkez Bankası) parasal genişleme kapsamında yaptığı aylık 20 milyar EUR değerindeki satın alımlara** ve geçen hafta bir seneliğine 120 milyar EUR'luk ek satın alma önlemi eklemişti. AMB bunlara **ek olarak** 750 milyar EUR

değerinde (Euro Bölgesi GSYH'sinin yaklaşık %6'sı) **yeni bir Pandemi Acil Satın Alma Programı (PEPP) uygulamaya koydu.** Böylece, AMB'nin sene sonuna kadar yapacağı alımların toplamı 1,1 trilyon EUR'ya ulaşarak tahvil satın alımlarındaki sınırlar kaldırılmış oldu. Ancak, Avrupa kurumları henüz yeterli ülkeler üstü müdahalelerde bulunmadıkları için hayal kırıklığı yarattı.

ABD'de Beyaz Saray 2 trilyon dolarlık (GSYH'nin %10'u) bir mali paket açıkladı. Paket, hanehalkına nakit yardımları yanında, garantili ücretli hastalık izni, gıda yardımı, kurumsal kredi garantileri, kredi müshahmaları, gelir vergisi ötemeleri ve altyapı ve sağlık harcamaları içeriyor. **Fed faiz oranlarını 0-0,25 baz puan aralığına düşürdü ve likidite sorunlarına yönelik olarak 700 milyar dolarlık yeni menkul kıymet alımları ve Repo operasyonları yoluyla 1,5 trilyon dolarlık likidite enjeksiyonları açıkladı.**

Tablo 1: Mali canlandırma önlemlerinin maliyeti, GSYH büyümesi ve bütçe açığı üzerindeki etkileri

	Fiscal Stimulus: Mali canlandırma paketi (milyar, EUR)	Share og GDP: GSYH'ye oranı	Impact on GDP...GSYH büyümesine etkisi (yüzde puan)	Impact on fiscal... Bütçe dengesine etkisi (yüzde puan)
Almanya	123	3.6%	1.3	-2.8
Fransa	45	2.0%	0.8	-1.3
İtalya	25	1.4%	0.7	-0.9
İspanya	18	1.4%	0.5	-1.1
İngiltere	60	2.7%	1.1	-1.8
ABD	2000	9.3%	2.3	-8.4

Kaynaklar: Euler Hermes, Allianz Araştırma

Gelişmekte olan ülkelerden bazıları acil durum faiz oranı indirimlerine ek olarak mali desteklere veya parasal genişlemeye başvurabilir daha savunmasız olanlar ise IMF desteğine güvenecek. Asya ülkelerinde kamu borcunun çok yüksek olmaması (Hindistan hariç) mali desteklere imkan verecektir. Güney Kore, Tayvan, Hong Kong, Singapur ve Malezya çoktan bu doğrultuda mali canlandırma önlemlerini uygulamaya soktu. Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde de mali hesapların genel olarak sağlıklı olması ve Körfez ülkelerinin çoğunun ciddi büyüklüklerde Ulusal Varlık Fonlarına sahip olmaları da söz konusu ülkelerde hükümetlerin mali destekler konusunda elini rahatlatacaktır. Bu bölgelerdeki büyük ekonomiler ciddi canlandırma paketleri açıkladılar. Ancak, bu durum bütçe açıklarını ve kamu borç yüklerini de arttıracak. Zira, görece daha zayıf ekonomik verilere sahip ülkelerin ulusal borç spreadleri çoktan arttı ve bu ülkeler için ek harcamaların finansmanı daha pahalı hale geldi. Romanya, Macaristan, Türkiye, Umman ve Bahreyn dikkatli olunması gereken ülkeler arasında. Bunlar dışında Güney Afrika, Brezilya ve kriz içinde olan Arjantin'in mali canlandırmaları

çin elleri sıkışık. Latin Amerika'nın kalanı ise kesenin ağzını biraz açabilir. Manevra için çok fazla alana sahip olmayan ülkeler, COVID-19'un vurduğu ülkelere yardım etmeye hazır olduklarını açıklayan IMF ve Dünya Bankası'na (sırasıyla 50 ve 12 milyar dolarlık destekler) başvurabilir. Para politikası kanadına bakılacak olursa, birçok gelişmekte olan ülkenin yerel para birimlerinde halihazırda izlenen değer kaybının enflasyona etkisi ciddi olmayacaktır özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşün fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü baskıyı (kısmen) bertaraf edeceği de göz önüne alınırsa... Asya ve Latin Amerika genelinde enflasyonun genel olarak kontrol altında olduğu düşünülürse bu bölgelerde para politikalarındaki gevşemenin önümüzdeki birkaç ay içinde devam etme olasılığı yüksek. Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde ise politika faiz oranları hâlihazırda zaten düşük olduğundan ve reel faiz oranları birçok yerde zaten negatif olduğundan prensip olarak para politikasına yönelik yapılabilecek çok fazla bir şey kalmıyor. Yine de, merkez bankaları faiz oranlarını indirmeye başladı ve bazıları da parasal genişleme önlemleri açıkladı. Bu önlemler kısa vadede ekonomiler için destekleyici olacaktır

ama para birimleri üzerindeki aşağı yönlü baskı bazı yerlerde şimdiden net bir şekilde görülüyor. Bu nedenle bu bölgedeki ülkelerin bazıları diğer yerlere göre enflasyonda daha güçlü artışlar yaşayacak.

Ekonomi politikaları savaş dönemlerindeki andırır şekilde ve daha fazlası da gelebilir.

Koşulsuz destek içeren Ekonomik İstikrar Mekanizması çağrılarında Korona tahvillere, Fed'in hükümet garantili kredi imkanlarından hanehalkı ve işletmelere doğrudan kredi sağlanmasına eşi görülmemiş bu krize zamanında ve etkin yanıtlar verebilmek için birçok fikir geliştiriliyor. Bu raporun kaleme alındığı şu zamanda doğrudan müdahalelerin daha da artmasını (ulusallaştırma, doğrudan parasal işlemler ve nakit yardımları) ve küresel ekonominin daha büyük bir kısmının politika yapıcılardan hayati destek görmesini bekliyoruz. Asıl soru şu: sağlık riskleri kontrol altına alındıktan sonra bu durumdan nasıl çıkılacak ?

²Bu kadar bol kredi ve nakit yardımının olduğu aşırı müdahaleci bir dönemden sonra serbest piyasa ekonomisine dönüş kolay olacak mı?

BAZ SENARYOMUZ: 2020 YILI İÇİN CİDDİ BİR RESESYON VE 2021 YILINDA U ŞEKLİNDE BİR TOPARLANMA

Baz senaryomuzda bir aylık evden çıkma yasakları ve onu takip eden dönemde de kısmi faaliyetlere izin verilen üç aylık bir şok modelini çalıştık. Politika önlemlerinin hafifletici etkilerini de modele dahil ettik. Şokun büyüklüğünü tahmin edebilmek için Ocak-Şubat dönemi Çin verilerine baktık. Bu verilerde bir aylık evden çıkma yasaklarının tüketici harcamalarında %13, yatırım harcamalarında %20 ve ihracatta %16 düşüğe neden olduğu görülüyor.

Elde ettiğimiz sonuçlar evden çıkma yasağının geçerli olduğu her bir ay için reel GSYH'de %7 ila %10'luk bir daralmaya işaret ediyor. Bunu, Mart ayının yarısına ve Nisan ayının tümüne entegre ettik ve Haziran ayına kadar ekonomik faaliyetlerin kademeli olarak normal seviyeye döneceğini varsaydık. Bu kademeli geri dönüş sürecinde Mayıs ayına kadar yaşanan zararların yarısının Mayıs ayında telafi edilmesini, Haziran ayı sonuna kadar da yaşanan zararların %80 ila %90'ının telafi edilmesini bekliyoruz. Çin'de alınan evden çıkma yasaklarının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisinden yola çıkarak (-%4,7 puanlık sapma) ve birçok Avrupa ekonomisinde uygulamaya konan ilk salgını önleme önlemlerini göz önüne alarak, Euro Bölgesi ve ABD'de genel olarak ilk çeyrekteki negatif büyüme yaşanmasını ve 2.Ç.'te küçülmenin en dip noktaya ulaşmasını bekliyoruz. Reel GSYH küçülmeleri ülkeden ülkeye değişmekle birlikte çeyreklik bazda %2 ila %3 olacaktır (çeyreklik rakamlara yıllıklandırılmış olarak bakıldığında ise -%8 ila -%12 arası). Dünyayı 2020 yılının ilk yarısında kuvvetli bir resesyona bekliyor. Buna paralel olarak önceden +%2,4 olan 2020 yılı büyüme tahminimizi

+%0,8 olacak şekilde aşağı yönde revize ettik. Bu bağlamda, ABD ve Euro Bölgesi için 2020 yılı büyüme tahminlerimiz sırasıyla +%0,5 ve -%1,8. **Her resesyonda olduğu gibi özel sektör tasarruf davranışları çok yakından takip edilmeli.**

Milyonlarca kişinin işi risk altında. ABD istihdam piyasası oldukça esnek. Bu da mevcut şokun iş kayıpları üzerinde yaratacağı etkinin anında görüleceği anlamına geliyor. Şubat ve Ağustos ayları arasında yaşanacak toplam istihdam kaybının 4 milyon kişiye ulaşabileceğini tahmin ediyoruz. ABD'de işsizlik oranı Ocak 2021'de %6,5 gibi bir zirveye ulaşabilir karşılaştırmak gerekirse ülkede şu anki işsizlik oranı %3,5. 2020 yılı 2.Ç. sonu gibi kısa bir zamanda zaten bu oran %5,4 gibi yüksek bir seviyeye çıkabilir. Avrupa'da ise COVID-19 salgını önlemek için alınan önlemlerin ekonomik faaliyetleri zorunlu olarak durdurması AB çapında 65 milyon çalışana yardımı muhtaç kalma riskiyle karşı karşıya bırakıyor. İstihdamı ve çalışan vasıflarını korumak, gelir desteği sağlamak ve ekonomilerin göreceği zararın daha uzun vadeye yayılmasını önlemek için Euro Bölgesi hükümetleri kısa süreli çalışma programlarına erişimi genişletti ve kolaylaştırdı bunun maliyeti 120 milyar euroya ulaşabilir. Ekonomik krizin keskin ama geçici niteliğinden dolayı Euro Bölgesi'nde önümüzdeki 12 ayda 1,5 milyon iş kaybı yaşanmasını ve işsizlik oranının sadece yüzde 1 puanlık artışla %8'in çok az üzerine çıkmasını bekliyoruz. İş kaybından en çok muzdarip olacak kesim geçici çalışanlar ve kendi işlerini yapanlar olacaktır.

Salgını önlemeye yönelik önlemlerin başarılı olacağını varsaydığımızda

2020 yılının ikinci yarısında ekonomik faaliyetlerde yeniden artış başlayacaktır. Toparlanma azımsanmayacak bir şekilde gerçekleşebilir önce geçici ani bir büyüme özellikle enflasyonda ani bir çıkış olabilir. U şeklindeki bu toparlanma Avrupa'da çeyreklik bazda %1,1'lik ABD'de ise çeyreklik bazda %3'lük bir büyüme anlamına gelecektir. Bazı sektörlerin (perakende, turizm) toparlanması daha fazla zaman alacaktır. Kriz döneminde yaşanacak ciro kaybının (Euro Bölgesinde krizin en kötü zamanında ciro kaybının yıllık yaklaşık %20 olması bekleniyor) sene sonuna kadar telafisi zor olacağı için bir noktada resesyondan çıkılsa bile çoğu şirket özellikle de çok fazla borcu olan ya da sermayesi zayıf olan ciddi zorluklar yaşamaya devam edecek. Hane halkı için kriz döneminde yaşanan gelir kaybı toparlanma döneminde harcama isteklerini baskılayacak ve daha fazla tasarrufa dönüşecek ama bu noktada gelir korumaya yönelik önlemler çok yardımcı olabilir.

Yılın ikinci yarısında belirsizlik yeniden belirgin bir şekilde artacak. ABD'deki seçimler, Brexit'in devamı, kriz zamanında borçların özel sektörden kamu sektörüne benzersiz şekilde aktarımı nedeniyle ortaya çıkacak yüksek enflasyon ve yüksek vergi gibi değişik ve karmaşık bir durum öngörülebilir gelecekte ekonomilerin çalışma şeklini değiştirecek.

Tablo 2: Sınırlamaya göre büyüme esnekliği

Reel GSYH büyümesi	Sınırlamaların 1 ay sürmesi		Sınırlamaların 2 ay sürmesi	
	2020	2021	2020	2021
Euro Bölgesi	-1.8	2.1	-4.4	2.1
Almanya	-1.8	2.2	-5	2.2
Fransa	-1.3	2.2	-3.1	2.3
İtalya	-3.5	1.7	-6.1	1.7
İspanya	-0.8	2	-3.8	1.5
İngiltere	-0.9	1.3	-3.5	1.4
ABD	0.5	2.7	-1.9	2.6

ALTERNATİF SENARYO: UZAYAN KRİZ (VE L ŞEKLİNDE TOPARLANMA)

12-18 ay sürecek ve virüsün yeniden ortaya çıktığı bir sağlık krizi ihtimali göz ardı edilemez. Bu da, sınırların kapalı kalmaya devam etmesi ve yerel çapta aralıklı tecrit önlemlerinin sürmesi anlamına gelir. Böyle bir durumda toparlanma L şeklinde gerçekleşerek: parasallaşma ve sistematik hisse senedi/kredi/likidite sorunları yaratabilir. Ayrıca bu durumda, politika yapımcıların artan doğrudan müdahalelerinden dolayı piyasalar refleks işlevlerini

yıllarca kaybedebilir ve ekonominin motorlarını kendi kendine yeniden çalıştırması zorlaşabilir. **Böyle bir senaryoda aşağı yönlü risklere artmaya devam eder. Mal ve hisse senedi piyasalarında fiyatlarda keskin bir düşüş likidite ve kredi sorunlarını beraberinde getirebilir ve 2008-2009 döneminde olduğu gibi küresel ekonominin temel zayıflıkları ortaya çıkar.** Örneğin, Fransa'da evden çıkma yasağının bir ay daha uzaması

tüketici harcamalarında çeyreklik bazda %8 (-%3 yerine), yatırım harcamalarında %12 (-%6 yerine) ve ihracatta %10 (-%5 yerine) düşüş anlamına gelecektir. Böyle bir senaryoda, 2020 yılında Euro Bölgesi GSYH'si %4'ten fazla küçülebilir.

Altındaki tablo her iki senaryo için ekonomik veriler ve finansal piyasa verilerini özetliyor. Varlık sınıflarının kullanıldığı modelde baz senaryoda önce büyümede ciddi bir dip ve sonra enflasyonda ciddi bir artış görülüyor. Belirsizliklerin aşırı olduğu zamanlarda ileriye yönelik nokta tahminleri yapabilmek güç. İç ve dış şokların çok fazla olduğu bu durum bizi aralık yaklaşımı kullanmaya yöneltti.

Tablo 3: U şeklinde toparlanmanın olduğu ve Uzayan kriz senaryolarına göre büyüme ve sermaye piyasası verileri

Senaryo açıklaması		U şeklinde toparlanma senaryosu		Uzayan kriz senaryosu	
Covid 19 varsayımları		Hastalık Mayıs ayında zirve yapar. Eylül ayında biter. Sınırlama önlemleri Avrupa ve ABD'de üç ay sürer. Haziran ayında sınırlar açılır.		Sağlık krizi 12-18 ay sürer ve virüs yeniden ortaya çıkar. Sınırlar kapalı kalmaya devam eder ve yerel bazda aralık salgını sınırlama önlemleri sürer.	
Senaryo özeti		Avrupa ve Asya'nı büyük kısmında yılın ilk yarısında teknik resesyon. Toparlanma U şeklinde ve enflasyonla beraber olur. Şokun etkilerini hafifletmek ve ekonomiyi korumak için eşi görülmemiş maliye ve para politikası kombinasyonları.		L şeklinde toparlanma ve buna eşlik eden sistematik hisse senedi/kredi/likidite sorunları, merkez bankasının hazinayı fonlamaya başlaması. Ayrıca bu durumda, politika yapımcıların artan doğrudan müdahalelerinden dolayı piyasalar refleks işlevlerini yıllarca kaybedebilir ve ekonominin motorlarını kendi kendine yeniden çalıştırması zorlaşabilir.	
Yıl sonu rakamları		Son yayınlanan rakamlar		2020	
		Birim		U şeklinde toparlanma senaryosu	
Makroekonomik Veriler					
Reel GSYH					
Küresel	2.5	%	0.9	-1.5	
Euro Bölgesi	1.2	%	-1.8	-6.0	
ABD	2.3	%	0.5	-3.0	
Çin	6.1	%	4.0	1.5	
Diğer Göstergeler					
Küresel Ticaret	1.4	%	-3.7	-10.0	
Küresel İflaslar	9.0	%	14.0	25.0	
Euro Bölgesi					
Ulusal Oranlar					
10 yıllık risksiz Bund getirisi (Alman ulusal tahvil)	-0.2	%	-0.5	-0.9	
10 yıllık Swap Oran	0.2	%	0.0	-0.4	
20 yıllık Swap Oran	0.3	%	0.3	-0.2	
10 yıllık diğer ulusal tahvil getirisi (İtalya)	1.8	%	1.7	2.7	
İtalyan Alman getirileri farkı (10 yıllıkta)	1.99	bps	2.20	3.60	
10 yıllık diğer ulusal tahvil getirisi (Fransa)	0.3	%	0.4	1.0	
Fransa Alman getirileri farkı (10 yıllıkta)	4.2	bps	9.0	1.90	
10 yıllık diğer ulusal tahvil getirisi (İspanya)	0.9	%	0.6	1.2	
İspanya Alman getirileri farkı (10 yıllıkta)	1.09	bps	1.10	2.10	
Kurumsal Kredi Spreadleri					
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	227	bps	180	230	
Yüksek getirili kredi spreadleri	839	bps	750	850	
Hisse senetleri					
MSCI EMU (Euro Bölgesi): toplam getiri p.a. (referans tarihi: 31.12.2019)	-33.5	%	-2.2	-3.9	
Toparlanma Beklentisi -Son işlem görmüş değere göre		%	1.7	-8	
ABD					
Ulusal Oranlar					
10 yıllık risksiz hazine tahvil getirisi	1.1	%	1.0	0.5	
10 yıllık ABD hazine tahvil ve Bund getirisi farkı	130	bps	150	140	
Kurumsal Kredi Spreadleri					
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	351	bps	230	280	
Yüksek getirili kredi spreadleri	982	bps	800	900	
Equities					
MSCI ABD: toplam getiri p.a. EUR cinsinden (Referans tarihi: 31.12.2019)	-21.6	%	-2.0	-3.5	
Toparlanma Beklentisi -Son işlem görmüş değere göre		%	2	-1.7	
Gelişmekte olan ülkeler					
Ulusal Oranlar					
Sabit getirili (USD)	7.7	%	5.5	7.0	
Sabit getiri farkı (USD)	673	bps	450	650	
Equities					
MSCI Gelişmekte olan ülkeler: toplam getiri p.a. EUR cinsinden (Referans tarihi: 31.12.2019)	-27.7	%	-2.4	-4.2	
Toparlanma Beklentisi -Son işlem görmüş değere göre		%	5	-2.0	

³Debt Monetization: Merkez Bankasının Hazinesinin operasyonlarını finanse etmeye başlaması

TOPARLANMADAN ÖNCE KÖTÜYE GİDİŞ DEVAM EDECEK

Şubat ayında yaşanan kayıp sene sonuna kadar tamamen telafi edilemeyecek. Piyasaların sakinleşmesi ancak salgının dünya ekonomisi için anahtar rol oynayan tüm ekonomilerde bittiğine dair ikna edici kanıtların gelmesiyle mümkün olacak bu yazının kaleme alındığı zamanda sadece Çin, Güney Kore ve Japonya bu testi geçebiliyordu. Böyle bir istikrar ancak çok ciddi salgını önleme önlemlerine eşlik eden güvenilir ekonomik ve finansal paketlerle sağlanabilir. Piyasaların makul bir değerinde hatta değerinin altında olması, diğer bir deyişle, kötü haberlere duyarız olması ve

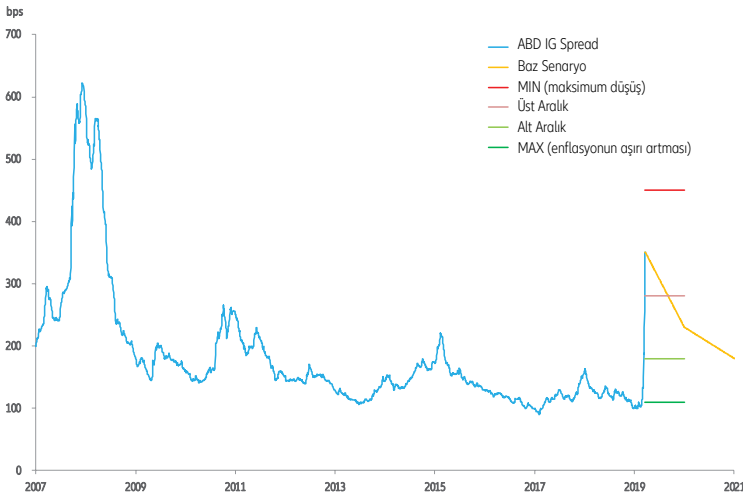
yatırımcıların portföylerinde tuttuğu nakit payını belirgin bir şekilde arttırmış olması gerekir.

Sermaye piyasalarının bilinen tarihteki en büyük düzeltmelerden birini yaşadığını göz önünde bulundurursak, klasik temellere dayalı bir toparlanma eğrisi çizmeye çalışmak karmaşık bir hâl alıyor. Ancak, bu noktada ve değerlendirme yaklaşımımızla örtüşecek şekilde ABD sermaye piyasalarının 2020 yılında %20 değer kaybetmesini ve 2021 yılında eski seviyelerine kademeli olarak dönmeye başlamasını (her ne kadar

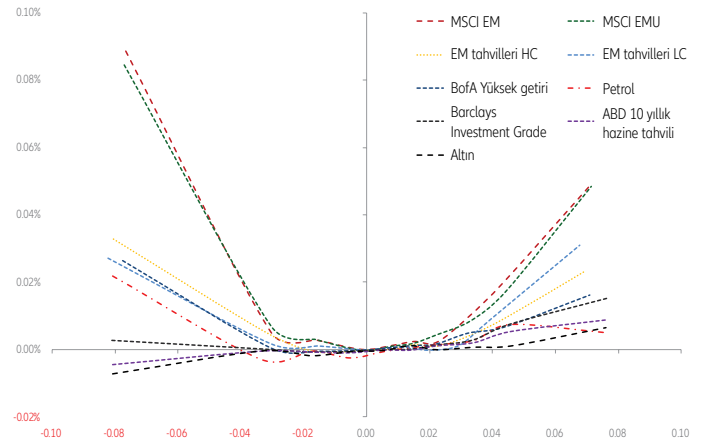
eski zirveleri göremeyecek olsa da) bekliyoruz. Avrupa sermaye piyasaları da benzer bir yol izleyecek ama buradaki değer kaybı 2020 yılı için %22 olacaktır.

Hisse senedi getirilerinin büyük ihtimalle dağılımlarının sol kuyruğunun en uçlarında kalmaya devam etmesiyle çapraz varlık sınıfları korelasyonundaki artış sürecektir. Bu nedenle, tüm varlık sınıfları göreceli değerlemelerinden bağımsız olarak güçlü negatif getiriler sergileyecektir.

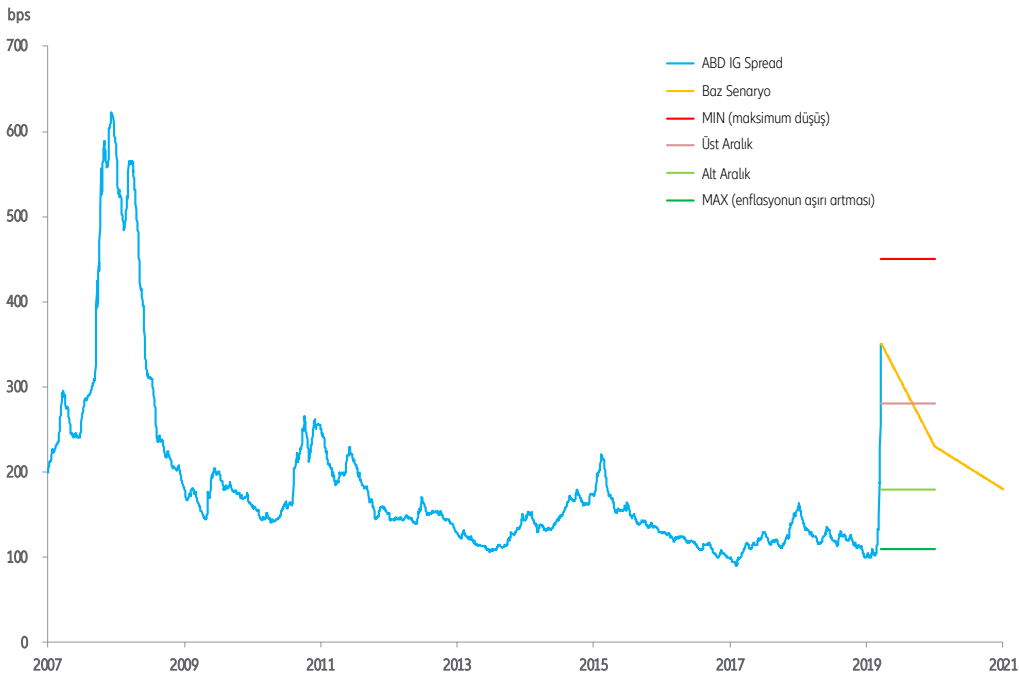
Grafik 3: ABD hisse senedi piyasası Görünümü



Grafik 4: Varlık sınıfı korelasyonları



Grafik 5: ABD yatırım amaçlı spreadler



COVID-19 salgınının başından beri küresel uzun vadeli devlet piyasaları düzensiz bir şekilde hareket ediyor.

Bir yandan salgın cephesinden diğer yandan buna karşı işleyen mali ve parasal politikalar cephesinden gelen kötü ve iyi haberlerin karışımı piyasaları devamlı bir yeni çıpa veya temel olarak ileriye dönük bir değer arayışına soktu. Şu anda ABD uzun vadeli tahvil getirilerinin 2020 yılını yaklaşık %1'lik oranlarla (%0,5-%1,5 aralığında) bitirmesini bekliyoruz. Ancak, 2020 yılının önemli bir kısmında ABD hazine tahvillerinin getirilerinin %0-%0,5 aralığında kalmasının (en düşük %0 olarak) göz ardı edilemeyecek bir ihtimal olduğu unutulmamalıdır. Benzer şekilde, getirilerin kısa bir süreliğine ani bir artış sergileme ihtimali de var (örneğin, 10 yıllık ABD hazine tahvili getirilerinin %1,5-%2 aralığına çıkması gibi). 2020 yılından sonra uzun vadeli ABD tahvil getirilerinin COVID-19 öncesi makul değer seviyelerine (%1,4) yakınsaması 2021 yılı sonunda olacaktır. Benzer şekilde 10 yıllık Bund getirilerinin %0,5 civarında (-%0,3/-%0,7) işlem görmesi bekleniyor. Ancak, yıl içinde bunun %0,9/-%1,1 aralığına inmesi yada enflasyonun sürüklemesiyle %0,1/%0,1 aralığına çıkması olası. ABD'de olduğu gibi uzun vadeli Alman tahvil getirilerinin 2021'de %0,3'e yakınsamasını bekliyoruz.

Aşırı oynaklığın seyredildiği bu dönemden en çok etkilenen varlık sınıflarından biri küresel kurumsal

krediler oldu. Salgının başında sektörler arasında çok fazla fark yokken COVID-19'un yayılmasıyla bazı sektörler artan seviyede baskıya maruz kalmaya başladı. Seyahat & eğlence, hava ulaşımı ve petrol ve gaz (COVID-19 ile alakalı olmasa da) hem yatırım derecesi hem de yüksek getiriler bakımından farkı en çok hisseden sektörlerdi. Bundan yola çıkarak kurumsal kredi spreadlerinin de ulusal tahvil getirilerine benzer bir eğri çizeceğini düşünüyoruz ama yukarıda belirtilen sektörlerde yer alan bazı şirketlerin COVID-19 etkisi nedeniyle istenmeyen kayıplar vereceğine dair uyarı notumuzu da buraya düşelim. Senaryo açısından bakılırsa, yatırıma uygun derecelendirmeye sahip kurumsal spreadlerde yapısal olarak hafif bir artış olacak ve yıl sonu spread seviyeleri sene başının üstünde seyredecektir (ABD doları cinsinden kurumsal borçlarda 230 baz puan ve EUR cinsi olanlarda 180 baz puan). Ancak, ulusal tahvillerde de olduğu gibi hem yatırım derecelendirmesi hem de yüksek getiri spreadleri yıl içinde 2008 yılındakine benzer seviyeleri görebilir. Diğer yandan, piyasaların teyit edeceği olumu bir şokun ortaya çıkması da bu değerlerin sene başındaki seviyelere yaklaşmasını sağlayabilir. Buradan yola çıkarak yüksek getirili kredi alanındaki varlıkların yatırım derecelendirmesine sahip kurumsal kredilerininkine benzer bir eğri çizmesini bekliyoruz. Ancak, bazı şirketler daha uzun süreliğine baskı altında kalacağı için burada yapısal

olarak görülecek hafif artışlar biraz daha belirgin olacaktır. 2021 yılında, kurumsal kredi spreadlerinin yavaşça ama istikrarlı bir şekilde eski tarihi düşük seviyelerine geri dönmeye başlayacağını tahmin ediyoruz (EUR cinsinden krediler için 150 baz puan, ABD doları cinsinden olanlar için 180 baz puan).

Salgının nihai ekonomik sonucu enflasyon olabilir borç tuzağından çıkmanın en az acılı yolu.

Bu bakımdan, şu anda hükümetler tarafından uygulanan uygulamaya konacak paketlerin içeriğinin tasarım olarak sermaye piyasalarının şu ana kadar merkez bankalarından gördüklerinden çok farklı olacağı vurgulanmalı. Politika yapıcıları (reel ekonomiyi rahatlatacağını umarak) sermaye piyasalarını canlandırıcı önlemler almak yerine (para/likidite/satın alma gibi) sermaye piyasalarını es geçerek doğrudan reel ekonomiyi canlandırmaya yönelebilir. Böyle bir şeyin yapılması durumunda varlık fiyatlarına yönelik enflasyondan ziyade mal ve hizmet piyasalarına yönelik eski usul enflasyon artacaktır piyasa bazlı enflasyon beklentilerinde yakın zamanda düşüş olması bu riskin sabit getirili piyasalarda göz ardı edildiğini gösteriyor. Bu yeni yapı, sermaye piyasalarının merkez bankalarından gelen son hamlelerden dolayı neden çok heyecanlanmadığını açıklayabilir aynı zamanda altının son dönemde neden arttığını da açıklayabilir.

ŞİRKETLER KESİMİ: POLİTİKA ÖNLEMLERİNE RAĞMEN GECİKMELİ OLARAK İFLASLAR DEVAM EDECEK

COVID-19'un etkilemediği neredeyse hiçbir sektör yok. Krizin ilk aşaması (arz şoku) Çin'de tüm sektörleri ciddi şekilde vurdu. Öncelikle B2C şirketlerini etkileyen kriz hızla B2B'ye yayıldı. Oradan, Çin ile pazar (talep şoku) ya da ana tedarikçi (arz şoku) olarak bağlantısı olan küresel sektörlere sıçradı. Bunlar arasında ulaşım, otomotiv, enerji, metal, elektronik, bilgisayar ve gıda dışı perakende en çok darbeyi alanlardı. Krizin ikinci aşaması finansal olarak en kırılgan şirketlerin olduğu sektörleri vurdu söz konusu şirketler borçları veya zaten zayıf olan kârlılıklarından dolayı likidite risklerine açık oldukları için. Bu ikinci şok enerji sektörünü -özellikle Kuzey Amerika'da- ve makine sektörünü zayıflattı. Krizin şu anki aşamasında küresel ekonomik döngüyle bağlantılı sektörlerin iflas riski artıyor. Enerji, metal, makine ve

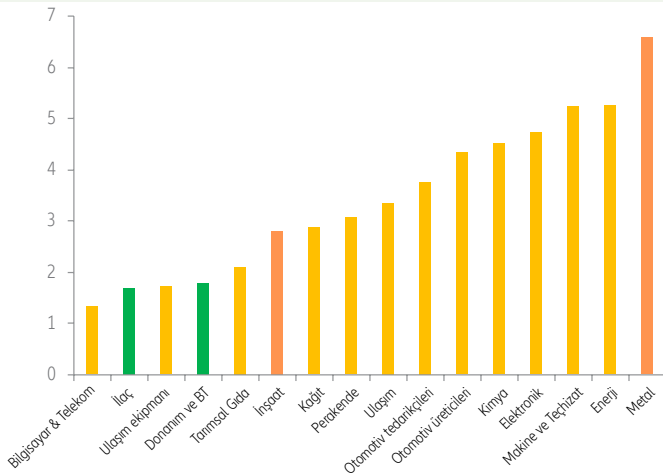
otomotiv sektörleri listenin başında. Durumdan daha az etkilenen ve daha dayanıklı sektörlerin arasındaysa telekom, ilaç ve BT hizmetlerinin olduğu söylenebilir.

Euro Bölgesi'nde, 13 bin zombi KOBİ (toplamın %7'si) risk altında ve bu grup toplamda 500 milyar EUR'dan fazla ciroya sahip (Euro Bölgesi GSYH'sinin %4'ü). Risk grubuna giren şirketler genelde üç sektörde yoğunlaşıyor: inşaat, tarımsal gıda ve hizmetler. İlk beş sektörde yoğunlaşmanın en yüksek olduğu ülke Fransa (%67) ve Hollanda (%67). Onları Belçika (%64), İspanya (%63), Almanya (%57) ve İtalya (%56) takip ediyor.

2020 yılında küresel olarak iflaslar %14 artacaktır ama devlet müdahaleleri büyük çaplı iflasların

-en azından şimdilik- yaşanmasını önleyebilir. Ekonomik döngüler karşısındaki tarihsel hassasiyete ve hükümetlerin şirketleri desteklemeye yönelik önlemlerine (vergi ertelemeleri, devlet kredisi ve garantileri) bakıldığında 2020 yılında iflaslarda üst üste dördüncü kez artış olacağı görülüyor. 2020 yılının ikinci yarısında, ekonomi geçici olarak girdiği duraksamadan çıktuktan sonra gecikmeli bir iflas dalgasının ortaya çıkacağından şüpheleniyoruz. ABD için iflaslarda %7, Avrupa için %16 ve Çin için %15 artış öngörüyoruz. Eğer mali destekler olmasaydı, iflas oranlarında %4 ila %6 puan arası ek artış yaşanabilirdi.

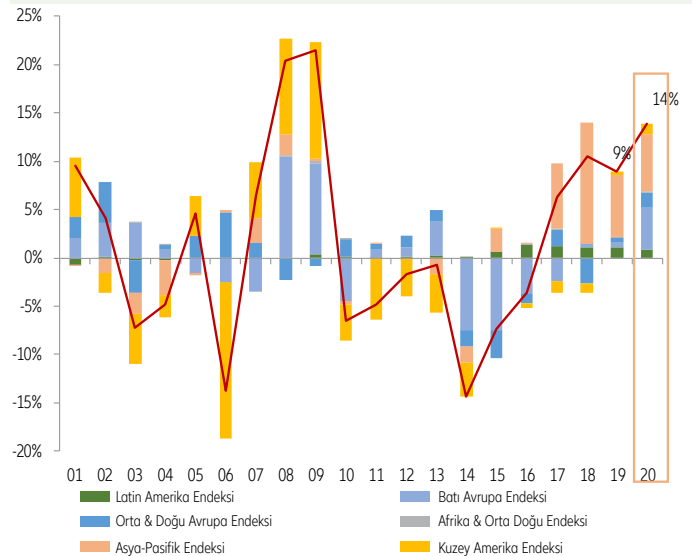
Grafik 6: Küresel olarak sektörlerin ekonomik döngü karşısında kırılganlığı* ve 2019 yıl sonu sektör risk derecelendirmeleri



(*) Küresel ciro katsayısının regresyonu ve uzun vadeli GSYH'ye dayanarak hesaplanmıştır

Kaynaklar: Oxford Economics, Euler Hermes, Allianz Araştırma

Grafik 7: Küresel ve Bölgesel İflas Endeksleri (yıllık % değişim)



Kaynaklar: Ulusal istatistikler, Euler Hermes, Allianz Araştırma

KÖMÜR MADENİNDEKİ KANARYALAR

Modellediğimiz iki senaryoya ek olarak bir “yanlış gidebilecekler” listesini takibe almak da şart:

- 1. Şirket tahvillerinin yeniden derecelendirilmesine yönelik bir dalganın ortaya çıkması:** Özellikle son yıllarda kredi piyasasında ağırlığı belirgin şekilde artmış olan BBB dereceye sahip şirketlerin derecelerinin yeniden değerlendirilmesine dair ciddi bir kredi derecelendirme olayının ortaya çıkması. BBB derecesine sahip tahvil ihraç eden şirketler, kurumsal tahviller küresel endeksinde %11'i oluşturuyor yani 1,3 trilyon dolarlık bir hacme sahip. Eğer bu miktar şirket derecelendirmelerinde aşağı yönde bir revize nedeniyle yer değiştirirse bu hâlihazırda zaten kırılgan likiditeye sahip bir piyasa segmentinde büyük bir akım yaratır.
- 2. Likidite krizi riski.** COVID-19 şokunun uzamasıyla şimdiki likidite stresi borçlu şirket ve hanehalkını, onlara borç veren özel aracıları ve onların arkasında duran kamu kuruluşlarını (hazinelere veya merkez bankaları) yutan tam

teşekküllü bir borç krizine dönüşebilir. Bazı piyasa göstergeleri yatırımcıların bu risken kaçındığına işaret ediyor: şirket tahvillerinin spreadleri arttı ama Libor OIS spreadi de arttı CDS oranları fırladı ama ticari kağıtların getirileri de arttı banka hisse senetleri en kötü performans gösterenler arasında ama varlık yöneticisi hisseleri de... Finansal piyasalarda likidite arzının ciddi şekilde bozulduğuna dair artan işaretler var (varlıkları düşük maliyetle likidite etme kapasitesi). Bu özellikle arzın finansal araçlar (piyasa yapıcılar) tarafından sağlandığı bono piyasası için geçerli. Likidite krizleri genelde öncelikle kenar piyasa segmentlerinde, örneğin Euro Bölgesi'nin küçük ülkelerinin devlet tahvili piyasasında ortaya çıkar. Getiri farkı oynaklığı arttı. Yatırımcılar pozisyonlarından çıkmaya çalışıyor gibi ama kıt bir likiditeyle karşı karşıyalar. Bu da likidite çatallaşması riskini arttırıyor likit segmentlerin daha likit, likit olmayanların daha da az likit hâle gelmesi. Euro Bölgesi için bu durum mali risklerden dolayı spread

artışlarından daha yıkıcı bir etkiye neden olabilir küçük ülkelerin piyasalara erişememe riski doğabilir. Varlık yönetimi alanı başta olmak üzere bazı aktörlerin zayıflıkları yakından takip edilmeli.

- 3. Dünyanın eski haline dönmesinin zorlaşması ve politika hatalarının kuyruk riski.** Bu krize verilen değişmez bir yanıt özel sektör aktörlerinin güvenilir kuruluşlar tarafından sistematik olarak kurtarılması. Geçici olarak da olsa, hükümetler ve merkez bankaları politika sınırlarını da geçmek pahasına gereken herşeyi yapmaya hazır. Sonuç olarak, büyük kısmı yönetilen GSYH'nin kendi kendine motorlarını yeniden çalıştırabilmesi için piyasalarda ve arz zincirlerinde fiyat keşfinin önünün açılması ve bunun için de kesin, işbirlikçi ve şeffaf adımlar atılması gerekecek. Sınırların yeniden açılması, alışverişin yeniden başlaması ve olağanüstü politika önlemlerine son verilebilmesi için “güven” büyük önem taşıyacak.

⁶Corporate Spreads: Özel şirket tahvil getirileriyle aynı klasmandaki bir devlet tahvili getirisi arasındaki fark

⁷Overnight Indexed Swap: Gecelik endeksli swap

⁸Credit Default Swap: Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesi

UZUN VADELİ SONUÇLAR: BİR KRİZİN MİRASI

Hem sağlık krizi hem de finansal ve ekonomik bir kriz olan bu durum, tıpkı bir önceki Küresel Finansal Kriz gibi orta vadede dünyada yara izini bırakacak. Dünyanın aylarca duraksamasından sonra ortaya çıkabilecek yapısal değişiklikleri anlamak için üzerinde düşünülmesi gereken beş fikir:

- 1. Sağlık sistemine yapılan yatırımlar yeniden gündeme gelebilir. Bu alanda uzun süredir yapılan çağırılara rağmen yıllardır gerektiğinden az yatırım yapılıyordu ve "kapsayıcı kapitalizm"e yönelik çok az adım atılmıştı.** Sağlıkta da dahil olduğu küresel kamu mallarının yeniden gözden geçirilmesi gerekecek. Dünya Sağlık Örgütü'nün bütçesinin COVID-19 salgınından önce 4 milyar dolar olduğunu unutmayalım.
- 2. COVID-19 salgınının ilk başladığı ama salgına da ilk önce son veren ve sonrasında diğer ülkelere olan cömertliğiyle öne çıkan Çin'in yumuşak gücü** bu salgın sonrasında artabilir. Salgını kontrol ederek, ekonomik faaliyetlerini başarılı bir şekilde

yeniden canlandıran ve şimdi de Avrupa ve ABD'ye yardım ve deneyimlerini sunan Çin'in etkisi büyüyecek.

- 3. Küreselleşme bir kez daha ciddi bir darbe almış olacak.** ABD çoktan Çin menşeli jenerik ilaçlara olan bağımlılığını azaltmayı planladığını çoktan duyurdu. Sınırları yeniden kurmaya ve mal ve insan geçişlerinde kontrolü arttırmaya yönelik söylemler çoğaldı. Önce Başkan Trump'ın Çin ile tırmandırdığı ticari savaş ve sonrada ölümcül bir virüsün ortaya çıkması ve tüm bunların iki yıldan kısa bir sürede gerçekleşmesi nedeniyle şirketlere üretim zincirlerini kısaltmak cazip gelebilir.
- 4. İklim değişikliği gibi önümüzdeki diğer hızla büyüyen, olasılıklı ve toplumsal zorluklarla mücadelemizi değiştirecek.** İklim değişikliği konusunda da acilen harekete geçilmelidir.
- 5. Son olarak, art arda gelen piyasa çöküşleri kriz sonrası yatırımların geleceğini etkileyebilir. Savunmaya daha fazla yönelen stratejilere**

geçilecek mi? Alışveriş, çalışma ve seyahat tercihlerimizi değiştirecek olan COVID-19, tasarruf davranışlarımızı da değiştirecek. Tasarruf yönetimi alanında teslimiyetler başlarsa, 2008-09 krizi sonrasında olduğu gibi bankacılık sektörüne güven telkin edilmesi gerekebilecek. Benzer şekilde, rejim değişiklikleri bir dizi varlık sınıfına uygulanabilir ve geliştirilen yeni ürünler ortaya çıkabilir.