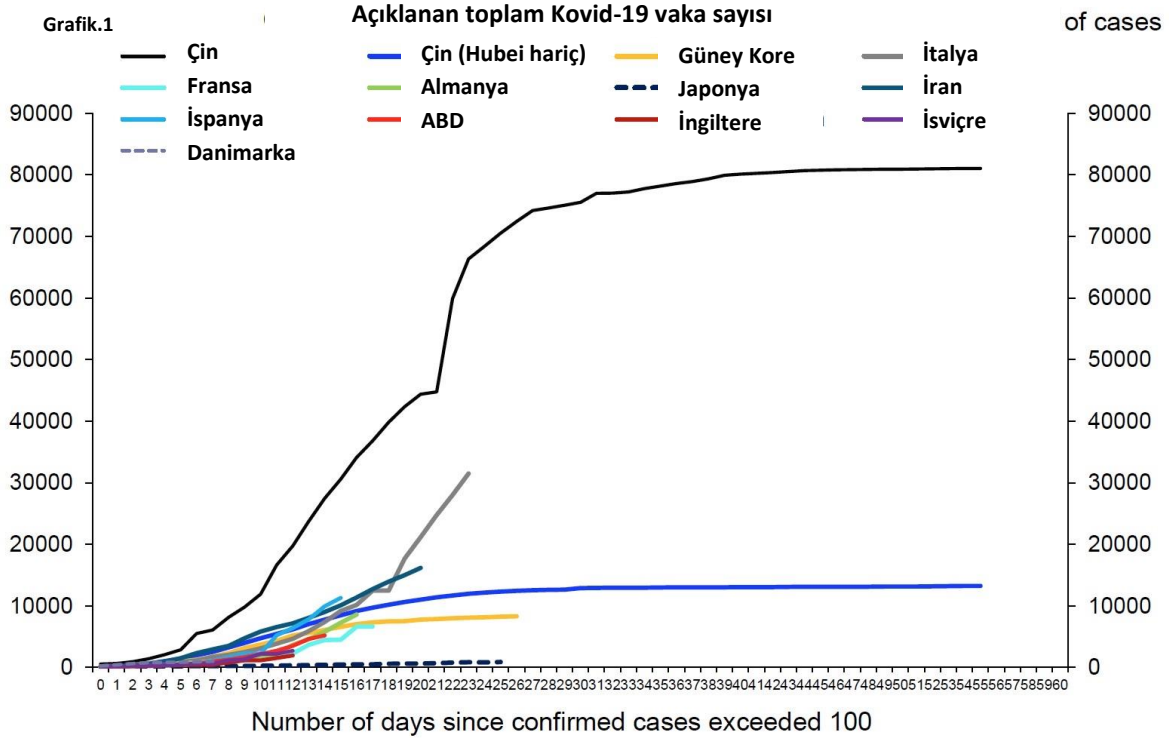


Koronavirüs (Kovid-19), Piyasaya etkileri ve Gelecek döneme ilişkin beklentiler

Çin'de ortaya çıkan ve Çin başta olmak üzere birçok ülke üzerinde olumsuz etki yaratan kovid-19'a ilişkin endişeler yerini korkuya bıraktı. Virüsün başta Avrupa ülkeleri olmak üzere tüm dünya ülkelerine yayılması üzerine Dünya Sağlık Örgütü'nün (WHO) 'pandemi' ilan etmesi, ülkelerin aldığı 'yurtdışı seyahat yasağı' gibi ciddi kısıtlama ve önlemler risk alma iştahındaki düşüşle birlikte başta büyük dünya ekonomilerindeki borsalar olmak üzere piyasalardaki sert satışları tetikledi. Bu durumun geçmiş dönemde yaşanan krizlere benzememesi ve hala ne zaman biteceğine ilişkin belirsizliklerin devam etmesi, yaşanan mevcut durumu daha özel bir hale getiriyor. Bu haftaki raporumuzda koronavirüs kaynaklı endişelerin piyasalara ve uzun dönemde ise ülke ekonomilerine nasıl yansıtılabileceğini ele alacağız.



Koronavirüsün ekonomik etkilerinin, virüsün hızla dünya ülkelerine yayılmasından hemen önce yalnızca Çin ekonomisi ile sınırlı kalacağı ve küresel ekonomi üzerinde bu denli bir etki yaratmayacağı konuşulmaktaydı. Koronavirüsün günlük vaka sayısını gösteren grafikten de görüldüğü gibi söz konusu virüsün 2003'te yine Çin'de görülen SARS virüsü benzeri olmaması, bulaşıcılığının yüksek olması ve kuluçka süresinin olmaması nedeniyle hızla tüm dünya ülkelerine yayıldığı görülmekte. Virüsün yapısal farklılıkları nedeniyle hızla yayıldığı ve önlemler alınsa dahi etkilerinin uzun sürdüğü dikkat çekerken, Çin'in vaka sayısındaki artışın yavaşladığı ancak diğer dünya ülkelerinde bu sürecin henüz tamamlanmadığı görülüyor. 19 Mart itibarıyla Çin'de yeni vaka açıklanmazken, İtalya, Almanya gibi Avrupa ülkelerinin yanı sıra ABD gibi kapitalist ülkelerdeki vaka sayısındaki zirve noktasının henüz görülmemiş olmasına karşın, başta dünya borsaları olmak üzere finansal göstergelerde ciddi kayıplar kaydedilmesi dikkat çekiyor. Çin'in ABD'den sonra dünyanın en büyük ekonomisi olmasının yanı sıra dünya ticaretindeki yeri, küresel piyasalarda virüse bağlı risk algısını artırdı ve ilk hızlı tepki finans piyasalarında görüldü.

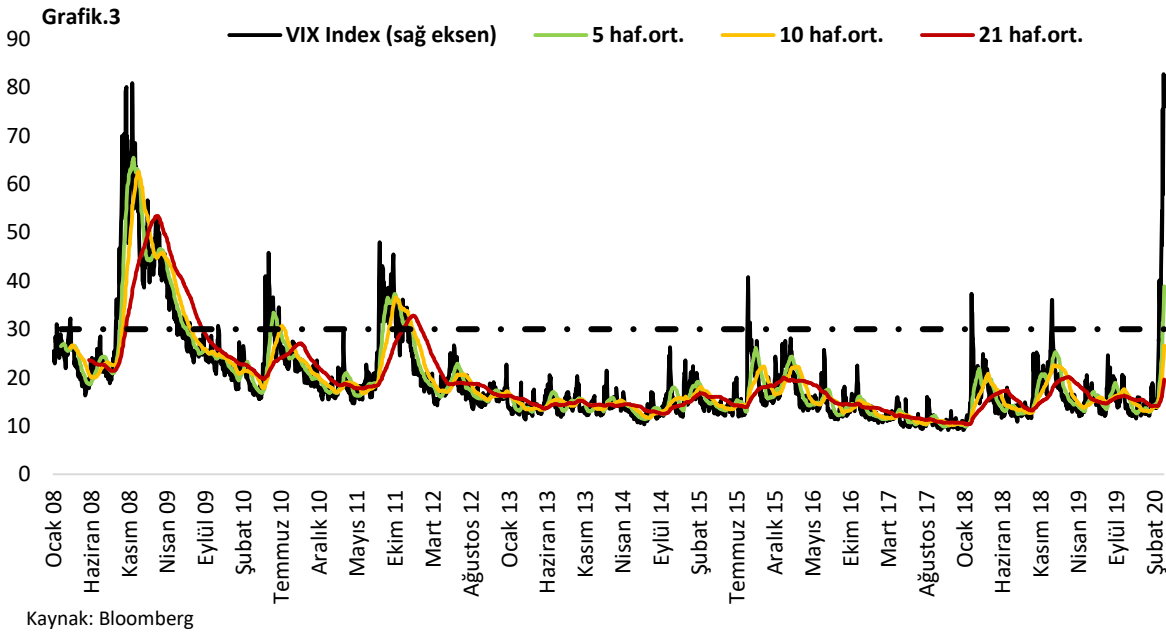
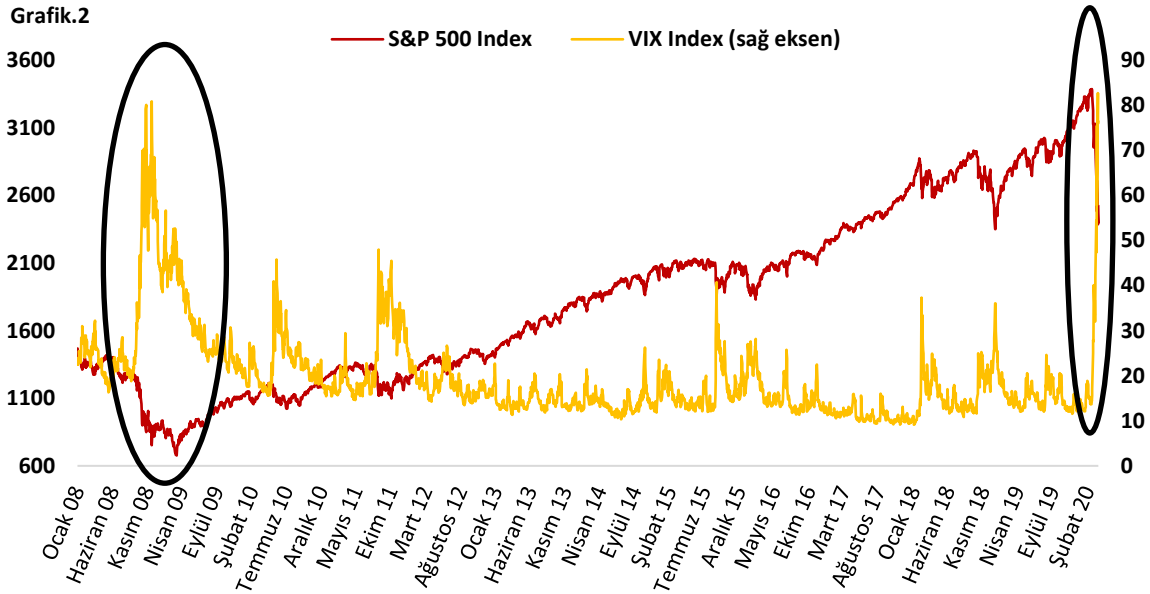
Ekonomik güven endeksleri, satın alma yöneticileri endeksi vb. ekonomik veriler, gecikmeli açıklanmasından dolayı, ilk etkiyi görmemiz açısından sağlıklı değildir. Bilindiği üzere, piyasalarda herhangi bir gelişme sonucu her zaman ilk tepkiyi veren borsalardır. Ekonomik verilerle yorum yapmak ya da tahminde bulunmak, literatürde

arabayı dikiz aynasından bakarak yönetmeye benzetilmektedir. Önümüzdeki dönemde virüs etkisinin en dibi nerede göreceğini anlamak için finansal göstergelerin yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Bu kapsamda bu haftaki raporumuzda küresel piyasaların nabzı olarak değerlendirilen ve en çok takip edilen finansal göstergeler üzerinden analizler yapılacaktır.

1- Küresel borsalarda virüs kaynaklı neler yaşandı?

Koronavirüsün hızla dünya ülkelerine yayılması, alınan önlemlerin yetersiz kalması, dünya genelinde vaka ve ölü sayısının hızla artması finans piyasalarındaki satış dalgasını hızlandırdı. Virüsün küresel finans piyasasına yansımalarının en iyi göstergesi olarak S&P 500 endeksi ve VIX korku endeksindeki sert hareketleri ele alacağız.



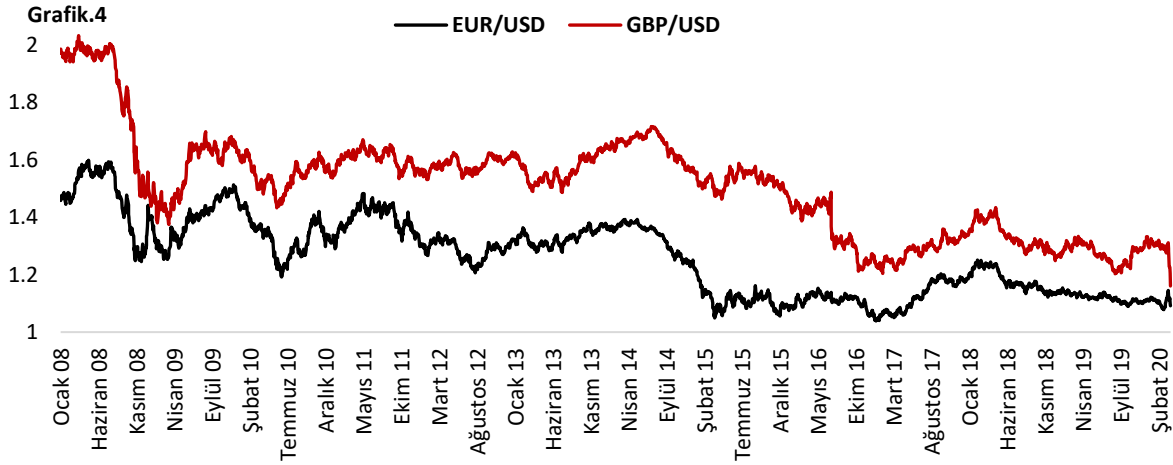
S&P 500 endeksinde yaşanan gelişmeler piyasada 2008 Mortgage krizi dönemine benzetiliyor. Hatırlanacağı üzere, 2008 Mortgage krizi sert bir talep yavaşlamasına yol açmış, ABD ve diğer ülke ekonomileri üzerinde zincirleme bir etki yaratmıştı. Kriz sonrası dönem, başta ABD Merkez Bankası Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında yaptığı değişikliklerle çözülmüştü. Ancak S&P 500 ve türev piyasası olan VIX endeksinin karşılaştırıldığı grafiğe (Grafik.1) bakıldığında, şu anki satışların 2008 krizinde ortaya çıkan satışlara oranla daha sert olduğu görülmektedir. Söz konusu satışlar geçmişte tecrübe edilen kriz dönemleri düşünüldüğünde doğal karşılanabilir. Ancak içinde bulunduğumuz dönemin bazı açılardan farklılık gösterdiğini göz ardı etmemek lazım. Tarihte ilk defa görünüm, ekonomik aktivitede yavaşlamaya değil, “ani ve sert bir duruş” a (sudden stop) yol açmıştır.

S&P 500 endeksinde özellikle son 10 gündür defalarca devreye giren ‘devre kesici’ uygulaması piyasalarda endişelerin artmasına neden olurken, Fed tarafından alınan önlemlerin borsalara kısa soluklu destek sağladığı görülüyor. Endekste düşüşün nerede duracağı ise en çok tartışılan konu. Bu kapsamda, S&P 500 endeksinin kriz sonrası hareketi incelendiğinde, endeksin Temmuz 2008’den Mart 2009’a en tepeden en dip seviyeye geldiği 9 aylık dönemde %50’nin üzerinde düşüş kaydettiği, ancak koronavirüs etkisiyle yaşanan gerilemenin 45 günlük kısa bir dönemde dahi %30'lara ulaştığı görülüyor. Öte yandan dünya borsalarındaki sert kayıplar devam ederken, risk algısını gösteren ve korku endeksi olarak adlandırılan VIX endeksi de hızlı şekilde yükseldi. VIX korku endeksinin geçmiş dönemlerdeki hareketlerine bakıldığında, 30 kritik değerinin üzerine çıktığı andan itibaren çok sert yükselişler kaydettiği ve aynı şekilde bu seviyenin altına indiğinde düzelmenin de genel olarak aynı hızda gerçekleştiği dikkat çekmekte. Virüsün dünyada hızla yayıldığı ve ekonomik etkilerin beklenenin oldukça üzerinde olacağı yönündeki haberlerin ardından ise, 24 Şubat itibarıyla hızla yükselmeye başlayan VIX endeksi 16 Mart 2020 günü, 82.7’ye kadar yükseldi. Endekste bu artış 24 Şubat itibarıyla kaydedilen endeks değerine göre %230.4’lük bir artış olduğu anlamına geliyor. VIX endeksi henüz 2008 krizinde gördüğü tepe seviyesi olan 89 seviyesini kırmadı ancak endeksteki yükselişin hızı göz önüne alındığında endeksin önümüzdeki dönemlerde 89 kritik seviyesini aşacağı muhtemel görünüyor. Tarihsel olarak bakıldığında söz konusu artış oranı ve seviye 2008 kriz dönemine yakın. Bu durum, piyasaların virüs kaynaklı endişelerinin oldukça yüksek olduğuna işaret ediyor. VIX endeksinin 5,10 ve 21 haftalık hareketli ortalamaları ile gösterilen grafikten de görüldüğü üzere, geçmiş dönemlerde endeksin özellikle 5 ve 10 haftalık hareketli ortalamalarının yönü terse dönmeden yükselişini durdurmadığı görülüyor. Bu kapsamda, eğilimlerin hareketinin daha anlamlı olduğunu söylemek mümkündür, VIX’in son hareketleri incelendiğinde endeksteki yükselişin devam edeceği hatta daha da hızlanabileceği söylenebilir. S&P 500 endeksindeki kayıpların 2008 krizindeki aksine daha kısa bir dönemde gerçekleşmesiyle VIX endeksindeki değişimler birlikte değerlendirildiğinde, kriz dönemindeki tepe noktasının dahi üzerinde olan VIX endeksinin borsadaki satışların devam edeceğine işaret ettiği söylenebilir. Dünya ekonomisi tarihinde ilk defa bir krizin , ekonomik ya da savaş nedeniyle değil bir ‘virüs’ nedeniyle ortaya çıkması ve piyasaların bu duruma geçmiş dönemde yaşanan krizlerin aksine hızlı ve sert tepki vermesi de bu durumu desteklemektedir. Yukarıda da bahsettiğimiz üzere (Grafik.1), dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD’deki vaka sayısının, virüsün yapısı kapsamında, henüz zirve noktasına erişmemiş olması da bir diğer risk unsuru. Virüs yayılımının ilk dönemlerinde dahi bu denli sert tepki veren borsalardaki satışın önümüzdeki dönemde de kayıplarını sürdüreceği kanısındayız. Söz konusu düşüşü 2008 kriz dönemindeki rakamlarla simüle edecek olursak, 2008 kriz döneminde en tepe noktasından dip seviyesine kadar olan %30’luk düşüşün 45 günde gerçekleşmiş olduğu göz önünde bulundurulursa, S&P 500 endeksinin 2,000 seviyelerini görmesi ihtimalinin yüksek olduğu açıkça görülebilecekken, endeksin söz konusu seviyeyi kırması ve kaybın %50'lere ulaşması halinde endeksin 1,500 seviyelerine kadar gerilemesi mümkün olabilecektir.

Başta Fed olmak üzere pek çok ülke merkez bankası tarafından, 2008 kriz döneminde piyasaları rahatlatmak için uygulanan para politikalarına benzer adımlar atılmaya devam ediyor. Fed, ECB (Avrupa Merkez Bankası) gibi büyük merkez bankaların yanı sıra gelişmekte olan ülke ekonomi merkez bankaları da piyasaya likidite sağlayan politikalar açıklıyor. Ancak açıklanan politikalara piyasaların olumlu tepkisinin sınırlı kaldığı ve borsalardaki satışların bu ufak molanın ardından yeniden devam ettiği görülmekte. Bu durum, durma noktasına gelen

ekonomik aktiviteyi canlandırmak için, para politikalarının yanı sıra maliye politikalarıyla da ekonominin desteklenmesi gerektiği yönündeki görüşleri artırıyor.

2- Rezerv Para Dolar'da neler oldu?



Küresel piyasalarda geçmişte yaşanan resesyon dönemlerinde doların güçlenmesi defalarca tecrübe edilmiştir. Dünyada ilk kez, piyasalarda, bir 'virüs' kaynaklı artan endişeler ve resesyon riski dolardaki güçlenmeyi yeniden test etmiştir. Virüs kaynaklı artan endişelerle finans piyasasındaki ciddi bozulmalar sonrasında, dünya ticaretinde en çok kullanılan ABD doları başta gelişmiş ülke para birimleri olmak üzere hemen hemen tüm dünya ülkeleri para birimi karşısında ciddi oranda değer kazanmıştır. Sterlin, dolar karşısında tarihinin en düşük seviyesine gerilerken, gelişmekte olan ülke para birimleri karşısında ciddi artışlar kaydedilmiştir. Dünya ticaretinde doların borçlanma amaçlı kullanılması ve cari dönem itibarıyla dünya ülkelerinin borçlanmasının %60'ın üzerinde dolar üzerinden olması dolardaki güçlenmeyi hızlandırmıştır. Ayrıca burada dikkat edilmesi gereken en önemli paradokslardan biri ise yıllık toplam dünya ekonomisinin 85 trilyon dolarlık büyüklüğünde olması ve ABD'nin bunun %20'sini oluşturmasına karşın, ABD dolarının dünya rezervlerinin payının %60'ın üzerinde olmasıdır. Bu yüzden, ABD ekonomisinde izlenen para politikası tüm dünya ekonomileri üzerinde dolaylı bir şekilde etki yaratmaktadır. Dünyada alınan spekülasyon pozisyonlarında da ABD dolarının ağırlığı göz önüne alındığında, yatırımcıların kaldıraçlı işlemler yoluyla varlık alımlarına gitmesi varlık fiyatlarında balonlara yol açmakta ve şu günlerde gördüğümüz gibi bir panik hali yaşandığında, satışlarda yüksek kaldıraçlar sayesinde elde edilmiş olan yüksek varlık fiyatlarının nakde dönme çabası nakit sıkışıklığına yol açarak ABD dolarına talebi artırmaktadır. Söz konusu durum doların hızlı değerlenmesinin temel sebeplerinden biridir. Borsalarda ve kaldıraçlı işlemlerde nakde dönme çabasının dolar üzerinden olmasının dışında, dünyada toplam borçluluk oranlarının tarihi en yüksek seviyeye gelmiş olmasıdır. Dünyada toplam borçluluk oranının, toplam dünya gayri safi milli hasılasının yaklaşık 3 katına, 270 trilyon dolara ulaşmasıdır. Borçluluğun bu kadar yüksek olduğu bir ortamda, dolara olan talebin artmasında tahvil ve bono piyasalarında oluşan risk alma iştahındaki düşüşten de kaynaklandığını görüyoruz. Tüm bunların dışında aslında şu anda en büyük sorunlardan bir diğeri ise kredi piyasasında yaşanan nakit sıkışıklığının yarattığı dolar talebidir. Daha önce düşük faizli likit bir borçlanma piyasası varken, krizle beraber oluşan vade uyumsuzluğu ve nakit dengesizliği yatırımcıların birbirlerine borç vermede isteksizliğe neden olmaktadır. Uzun süredir büyüyen borçluluk oranlarının da etkisiyle piyasada credit crunch olarak adlandırılan durumun ortaya çıkmasının da, nakit dolar talebini artıran asıl durum olduğunu hatırlatalım.

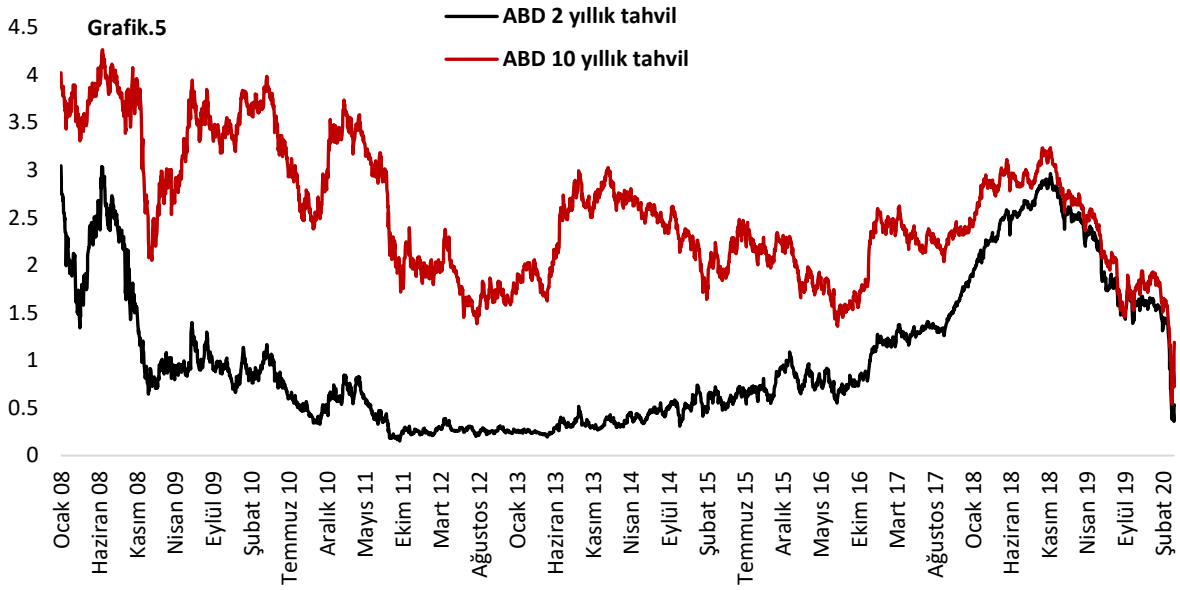
Dolardaki yükselişin dünya ülkelerinin dolar cinsi borçlanmasının artmasından dolayı zaten uzun zamandır devam ettiği göz önünde bulundurulursa, koronavirüs endişeleriyle yaşanan artışın sınırlı kaldığı söylenebilir. Eğer dolar zaten birkaç yıldır değer kazanmaya devam ediyorsa virüs kaynaklı değer kazancı çok daha yüksek

oranlara olabilirdi. Yaşanan tüm bu gelişmeler, doların rezerv para olması konusundaki sıkıntıların dünya ekonomilerinde yeniden tartışılmasına neden olmaktadır. Her ne kadar bir para biriminin değer kazanması özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından olumlu bir gelişme olarak algılansa da bu durumun ABD ekonomisine zarar verdiği bir gerçektir. Doların yukarıda da belirttiğimiz gibi ülke ekonomisinin oldukça üzerinde bir büyüklükte rezerv para birimi olması, yaşanan tüm resesyon dönemlerinde de görüldüğü gibi borsalara gelen satışlarla beraber dolara talebin artması ve doların değerlendirilmesinin, diğer dünya ekonomileri ve piyasalarda olumsuz bir durum yaratması nedeniyle, doların rezerv para olarak kullanılmasının dünya ülkeleri tarafından sorgulanmasının arttığı görülmüştü. Önümüzdeki dönemde virüs kaynaklı oluşan endişelerin son bulması ve her şeyin normale dönmesiyle beraber merkez bankalarının sağladığı teşviklerle oluşan yüksek dolar likiditesi nedeniyle doların risk alma iştahının tersine dönmesi ve doların tekrar değer kaybetmeye başlaması bekleniyor. Bu kapsamda, Fed'in koronavirüs önlemleri kapsamında piyasaya sağladığı likidite ile doların değer kaybetmesi ve son yaşanan likidite sıkıntısı sonrasında ülkelerin dünya ticaretinde kendi para birimlerini kullanma çabası, doların rezerv para olmaktan çıkmasına neden olabilecektir.

Peki, ABD doları dünya ticaretinde nasıl rezerv para haline geldi?

Dolar, 1944 yılında Bretton Woods'da toplanan ve IMF ile Dünya Bankasının kuruluşuna önderlik eden toplantıda kabul edilen yeni para sistemi sonrasında, altına konvertibilitesi olan tek para olarak kalmıştır. Doların altın karşılığı 35 Dolar=1 Ons altın denkliğiyle açıklanmış ve böylece ABD Doları altın karşılığı basılmaya devam etmiştir. Diğer dünya ülkelerinin yavaş yavaş altın karşılığını terk etmelerine karşın doların altın karşılığında basılmaya devam etmesi, doların dünya çapında kabul edilmesini sağlamıştır. Ve zamanla diğer dünya ekonomileri paraları için dolar karşısında açıkladıkları kur üzerinden dolaylı konvertibiliteye sahip hale gelmişlerdir. Tüm bunların meydana gelmesinde, ABD ekonomisinin, dünya ekonomisindeki büyüklüğü, dünya ticaret hacmindeki yeri, küresel finans sistemindeki önemi de doların altınla olan ilişkisi kadar etkili olmuştur. Ayrıca, doların dünya ticaretinde en çok kabul gören para birimi olmasından dolayı, küresel merkez bankaları rezerv olarak altının yanında dolar da tutmaktadırlar. Öte yandan bu durum, en önemli iki emtia olan petrol ve altının da fiyatlanmasında kullanılmaktadır. Doların altın karşılığında basılıyor olması, doların altınla fiyatlanmasının doğal sonucu olurken, petrolün dolarla fiyatlanması ise geçmiş dönemde ABD'nin Körfezde İngiltere üzerinde sağladığı üstünlükten kaynaklanmaktadır.

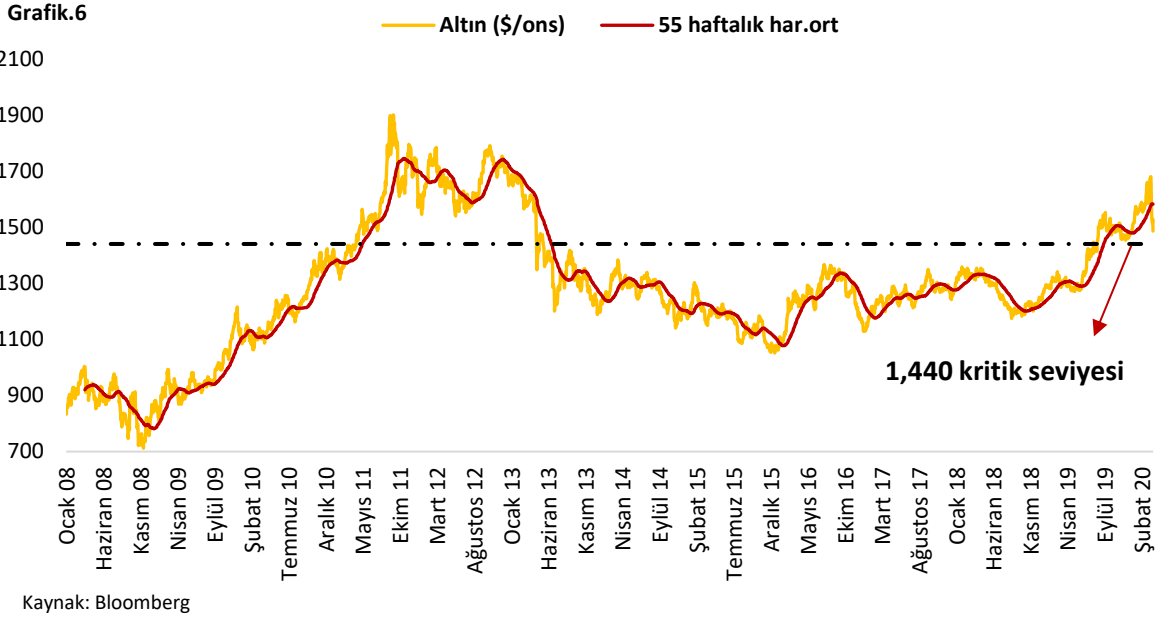
3- ABD tahvilleri arasındaki spread neyin göstergesi?



Öte yandan, piyasalarda resesyon algısını ölçen diğer bir parametre olan ABD 2 ve 10 yıllık faizlerinin tahvil getiri farkları da yakından takip edilmeye devam ediyor. Piyasalar, merkez bankalarının faizlerle ilgili öngörülerini en iyi tahvil getirileri ve bu getirilerin eğimlerinden takip ederler. Merkez bankaları geleneksel gösterge olarak adlandırılan kısa vadeli faiz oranlarını belirler ve bunun yanında yaptığı ve uyguladığı sözlü ve parasal politika araçlarıyla da uzun vadeli faizlerle ilgili yön belirler. Uzun vadeli faiz oranlarını belirleyen ise merkez bankalarından gelen yönlendirmeler sonucunda hareket eden piyasa oyuncularındır. Bu fiyatlamalar, piyasa oyuncularının önümüzdeki dönemdeki ekonomik beklentileri açısından önemlidir. Bu açıdan piyasaların gösterge olarak takip ettiği ABD 2 ve 10 yıllık getiri eğrisinin eğimi oldukça önem arz eder. 2019 yılı itibarıyla ABD tahvil getiri eğrisi pozitif eğimden giderek yataylaşarak ekonominin yavaşladığı sinyalini vermeye başlamıştır. Bunu gören FED duruma müdahale ederek Temmuz ayında başlamak üzere üç kez kademeli olarak faiz indirimine gitmiş ve bunun sonucunda ABD de faizler tekrar yüksek olmasa da pozitif eğime geçmişti. Bu durum ekonominin en azından sağlıklı olmaya başladığına işaret ediyordu. Maalesef 2020 Şubat ayı itibarıyla başlayan virüs endişeleriyle birlikte borsalara gelen sert satışlar 2 ve 10 yıllık getirilerin hızla aşağı çekilmesine neden olmuş ve getiri eğrisi önümüzdeki dönemde ABD ekonomisinin resesyona gireceğinin beklentisinin satın alındığını göstermeye başlamıştır. Fed'in bu duruma hızlı bir şekilde müdahale ederek geçtiğimiz haftalarda gördüğümüz üzere faiz oranlarını hızla %1.75'ten %0'a çektiği, bunun yanında parasal genişleme, ticari senet (commercial paper) ve diğer fonlama araçlarını da devreye sokarak büyük bir parasal likidite sağlaması ile piyasaları rahatlamaya çalıştığı görülüyor. Benzer önlemler ECB başta olmak üzere diğer gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından da uygulanmıştır. Halihazırda 2008 den bu yana görülen en büyük parasal genişleme ile karşı karşıyayız. Alınan tüm önlemler sonrasında ABD tahvil getirisinin hala düşük seviyede olmasına karşın tekrar pozitif dönmeye, piyasaların virüs kaynaklı endişelerle ekonomide yaşanacak resesyona kısa sürede atlatacağı düşüncesinde olduklarına işaret etmektedir. Ancak maalesef yukarıda da bahsettiğimiz üzere, ekonomik aktivitedeki ani duruş gibi tarihte görülmemiş bir olguyla karşı karşıya olmamız, para politikalarının böyle özel bir durumda tek başına yeterli olmayacağı ve dünya hükümetleri tarafından açıklanan maliye politikalarının etkilerinin gecikmeli olacağı ve maalesef virüs nedeniyle insanların evlerine kapandığı bir ortamda ekonomik aktivitenin bu virüs korkusunun tamamen ortadan kalkmadan geçmiş dönemdeki seviyelere gelmesinin imkansız olması, şu an için bir miktar pozitif seyreden getiri eğrisinin tekrar yatay ve sonrasında yeniden negatife dönme durumunu oluşturabilir. Böyle bir durumda gelişmiş merkez bankalarının faiz oranlarının %0 seviyesinde gelmiş

olduğunu göz önüne aldığımızda yapabilecekleri şeylerin yalnız daha fazla likidite sağlayacak araçları kullanmasından artırımının sınırlı kalacağı görülüyor. Bundan dolayı helikopter para olarak adlandırılan ABD’de insanların direk cebine para koyulması gibi alınması muhtemel önlemlerin de alınması gerektiği beklentisini yükseltmektedir.

4- Ve Altın...



Çin’de üretim yapan firmaların virüs dolayısıyla kapalı kalmasının tedarik zincirini karmaşaya sürüklemesi sonucu, bir süre sert düşüşler yaşanmasının ardından toparlanmaya başlayan emtia piyasaları yeniden düşmeye başladı. Normal şartlarda, emtia piyasasında güvenli liman olarak adlandırılan altın ile borsalar ters yönlü çalışmaktadır. Buna göre, risk alma iştahı arttıkça varlık alımlarının çoğalmasıyla borsalarda yükseliş yaşanırken, altın fiyatlarında düşüş görülür. Buna karşın, risk alma iştahı azaldıkça piyasaların güvenli liman arayışına girmeleri sebebiyle altın fiyatlarında yükselme görülür, varlık alımları azalır ve borsada düşüşler izlenir. Geçmişte yaşanan kriz dönemleri incelendiğinde de, borsalarda sert satışlar görülürken, güvenli liman olan altında da sert satışlar geldiği görülmüştür. Örneğin en son 2008 krizinde de görüldüğü gibi borsalara gelen satışlarla birlikte altında da sert satışlar olduğu ama altına gelen satışın görece daha düşük kaldığı görülmüştür. Aynı durumun şu anda da geçerli olduğunu düşünüyoruz. Şubat ayının sonunda başlayan satışlarla borsada %30’a yakın bir düşüş görülürken, altındaki gerileme %14 civarındadır. Kısa vadede değerlendirecek olursak, piyasalar üzerindeki baskı resesyon endişesi ile altına bir süre daha satış getirebilir. 55 haftalık hareketli ortalama (Grafik.6) dikkate alındığında altın, 1,440 dolar/ons kritik seviyesinin altına inmesi halinde 1,360 dolar/ons seviyesine kadar gerileyebilir.

Güvenli liman olarak adlandırılan altında görülen satışın temel sebebi olarak, piyasa oyuncularının uzun süredir türev piyasalarda kaldıraçlı işlemler yapması sayesinde borsanın, 2008’den sonra tarihin en uzun süreli rallisini yaptığı yüksek seviyelerden sert satış ile gerilemesinden kaynaklandığını söyleyebiliriz. Bu durumun ise bol likidite sebebiyle varlık fiyatlarının artması ve borsanın yükselmesi yönündedir. Risk alma iştahının yüksek olduğu dönemde, piyasa oyuncuları ellerindeki paranın 50-100 katı kadar pozisyon alabilir ve bu durum hisse senetleri yükseldiği sürece küçük değer koyarak yüksek varlık fiyatına ulaşmalarına neden olabilmektedir. Ancak son haftalarda da gördüğümüz üzere altındaki satışta piyasa oyuncularının teminat kapatmak için likite dönme çabası dikkat çekmektedir.

Altın, normal şartlarda faizle de 'ters' yönlü çalışan bir piyasaya sahiptir ve merkez bankaları faiz indirimine gittikçe altında yükseliş görülmesi beklenir. Ancak içinde bulunduğumuz ortamda, faizler düşerken altının fiyatının da gerilemesi soru işareti yaratan bir etkidir. Faizler düşerken, altın fiyatlarının da gerilemesinin sebebi dünya ekonomilerinin büyüme trendinde pozitif seyrettiği, borsa ve risk alma iştahının yüksek olduğu dönemde piyasaların diğer yatırım araçlarını tercih etmesinden kaynaklanmaktadır. VIOP ve kaldıraçlı işlemler sebebiyle piyasalar, eldeki araçlarla kredili işlemler yaparak büyük pozisyon alabilirler. Faizlerin düştüğü ortamda şirketlerin kendi hisseleri ile ilgili yaptığı alımların da etkisiyle borsadaki ralli, ABD tarihinde görülen en uzun süreli ralli olmuştur. Bu sebeple içinde bulunduğumuz dönemde, düzeltme beklentilerine karşın borsa rekor tazelemiştir. Öte yandan, borsa ve altının ters yönlü çalışan piyasalar olduğunu daha önce belirtmiştik. 2019'da borsa yükseldikçe güvenli liman alımına yönelimin artıp altın fiyatlarının da yükseldiği dikkat çekicidir. Bu durum, parasal genişleme ile birlikte ele alındığında işlerin artık balon seviyesine doğru ilerlemesi kaçınılmazdır. Koronavirüs salgını ve petrol fiyat savaşının etkisi ve gelen sert satışlar, piyasalarda kaldıraçlı işlem yapan birçok yatırımcının teminat yatırma zorunluluğunu artırmış ve likidite ihtiyacı sebebiyle altına satış getirmiştir. Bu sebeple, borsalara gelen satış, altında da satışa yol açmıştır.

Buna rağmen, altının hala güvenli liman özelliğini koruduğunu söyleyebiliriz. Piyasalardaki mevcut beklentiler ve algıya rağmen Şubat ayı başlarında altın fiyatlarının artacağını belirtmiştik. Keza, 2014'te yaşanan düşüş sonrasında yaklaşık beş yıllık bir süre ile yatay seyreden altın 2019'da yapılan faiz indirimleri sonrasında en çok kazandıran emtia oldu. Geçtiğimiz yıl altın fiyatlarında yaşanan yükselişin temelinde, faizlerin düşük kalacağı ve likiditenin çekilmeyeceği beklentisi hakimdi. Yılbaşında değer kazanan altın, Ocak ve Şubat ayları boyunca da kazancını sürdürdü. Koronavirüs salgınının yarattığı resesyon beklentisi nedeniyle borsalara gelen sert satışlar, altında da görüldü. Altın, 1,700 dolar/ons seviyesinden 1,460 dolar/ons seviyesine geriledi. Bu düşüş, yatırımcının beklemediği bir öngörü olmakla birlikte tahminler altının 1,800 dolar/ons seviyelerini görebileceği yönündeydi. Altındaki düşüşün sebebi, diğer yatırım araçlarından farklı olarak getiri sağlayıcı yönünden ziyade güvenli liman özelliğinin ön plana çıkmasıdır.

Özetle, altın fiyatlarındaki gerilemenin en büyük sebebi, kontrolsüz kaldıraç işlemlerinin yarattığı sanal zenginliğin etkisiyle, ihtiyaç duyulan nakite ulaşmak için yatırımcılar tarafından yapılan sert satışlardan kaynaklanmaktadır. Merkez bankaları bu dönemde daha fazla para basma ihtiyacı duyabilir. İzlenen bu politika sonucu daha fazla likiditenin olduğu ortamda, altın tarihî rekor seviyelere yükselebilir. Öte yandan, herşey normale döndüğünde, ABD dahil tüm merkez bankaları faiz oranlarını %0 ya da %0'a yakın seviyede tuttuğu bir ortamda, piyasaya 2008 krizinde dahi sağlananın ötesinde likit sağlanmış olacak ve bu durum altının gelecekteki hızlı artışına temel oluşturacak. Mevcut dönemde altına gelen satışın altın alımı için geçici bir fırsat olduğunu belirtmek gerekiyor. Tüm bu gelişmeler, daha önceki haftalarımızda da belirttiğimiz, önümüzdeki dönemde altının 2000 seviyesinin üstünü test etme beklentimizi güçlendirmektedir.

Sonuç olarak;

2020 yılı başlarında ortaya çıkan virüsün zamanla yayıldığı ülke sayısının artması, dünya genelinde vaka ve ölüm sayısının artış göstermesi ve tüm bunların sonucunda ülkeler tarafından alınan önlemler kapsamında ekonomik aktivitenin durma noktasına geldiği bir dönemden geçiyoruz. Salgına ilişkin henüz aşılı geliştirilememesi ve buna yönelik çözümün uzun süreceği haberleri piyasalarda endişe yaratıyor. Salgının hızla yayılması finansal piyasalar ve emtia piyasalarında oynaklığa sebep oluyor. Borsada yaşanan kayıplar geçmişte tecrübe edilen kriz dönemleri düşünüldüğünde doğal karşılanabilir. Ancak içinde bulunduğumuz dönemin bazı açılardan farklılık gösterdiğini düşünürsek, tarihte ilk defa görünüm, ekonomik aktivitede yavaşlamaya değil, "ani ve sert bir duruş" a (sudden stop) yol açmıştır. Bu ani duruş karşısında analistlerin genel görüşü para politikasının belli bir noktadan sonra yeterli olmayacağı ve maliye politikası kullanma zorunluluğunun ortaya çıkacağı yönündedir. Fed'in politika faizini %0 seviyesine çekmesi, ABD Başkanı Trump'ın 1 trilyon dolarlık teşvik paketi açıklaması gibi önlemlere rağmen panik ortamı ve satış algısı devam ederken, henüz koronavirüs ortamında en kötü senaryonun gerçekleşmemiş

olması, yani dünyanın en büyük ekonomisi ABD’de koronavirüs vaka sayısının henüz tepe seviyesine ulaşmaması, satışların süreceğine işaret ediyor. ABD’de sağlık sektörünün yetersizliği de pandeminin ülkedeki çözümüne ilişkin endişe yaratıyor. Öte yandan, virüse ilişkin etkiler tamamen sona erdiğinde, herşeyin eskisi gibi olmayacağı da unutulmamalıdır. 1989’da Berlin duvarının yıkılmasından sonra başlayan ve ticaret savaşı tartışmalarıyla sorgulanan globalleşme rüzgarının biteceği endişesinin dünya genelinde giderek hakim olduğunu söyleyebiliriz. Koronavirüs salgınının etkilerini gösterdiği bir başka alan ise tedarik zinciri olarak karşımıza çıkmaktadır. Yeni yıl tatilinden sonra Çin’in pek çok bölgesinde fabrikaların üretime geri dönmemesi, sınırlarını kapatması ve diğer ülkelerin sınırlarını Çin’e kapatması, başta imalat sektörü olmak üzere küresel boyutta tedarik zincirinde aksamalara yol açmıştır. 2019 yılı boyunca ticaret savaşı endişeleriyle hareket eden piyasalar, bugün gerçek bir ticaret aksaklığı ile fiyatlanıyor. Dünya genelinde pek çok firma üretimlerini ve ara malı tedarikini Çin yerine Türkiye, Filipinler gibi başka gelişmekte olan ülkelere kaydırmayı düşündüğünü açıkladı. Tedarik zincirinde meydana gelebilecek böyle bir yer değişikliği, hem Çin’i hem de tedarik zincirinde önemli yere sahip olan Güney Kore, Japonya ve Tayvan gibi diğer ülkeleri de zor durumda bırakıyor. Öte yandan, virüsün oluşturduğu etkiler sebebiyle, Çin’in ABD’den tarım ürünleri alım taahhüdünü yerine getiremeyeceği endişeleri yükselirken, tekrardan ticaret savaşlarının başlayabileceği algısı yükseliyor. Bu kapsamda değerlendirilirse, koronavirüs (kovid-19) “küreselleşme” ve “global” gibi dünyada oldukça uzun süredir yer edinmiş kavramların çöküşü için son çivi olarak görünüyor.

Virüsün yarattığı etki ve yayılma hızı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yanı sıra OECD ve Dünya Bankası’nın küresel büyüme tahminlerinde aşağı yönlü revizelere neden olmuştur. Bu durumda tabii ki mevcut dönemde ekonomik aktivitede küresel bazda yaşanan ‘ani duruş’ un geçmişte tecrübe edilen küresel krizlerin aksine bir ‘virüs’ nedeniyle yaşanması en büyük etken. Yaşanan benzersiz bu durum gözönünde bulundurulduğunda, finansal piyasalarda yaşanan sert satışların ekonomik verilere gecikmeli yansıtacağını ve muhtemelen hem büyüme hem de işsizlik oranlarında 2008 krizinde görülen seviyelerden daha kötü gerçekleşme ihtimalinin yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Yapılan son tahminler, beklenen resesyonun 2008 krizindekinden dahi derin olacağına, küresel ekonomideki daralmanın 2008’de başlayan kriz sonrası 2009 yılında yaşanan -%0.7’lik küçülmeden daha sert olacağına işaret etmektedir. Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF)’in açıkladığı son rakamlar bu durumu özetliyor. IIF bu yıl için küresel büyüme tahminini %2.6’dan -%1.5’e çekti. IIF, dünyanın en büyük ekonomisi ABD’ye ilişkin yıllık büyüme beklentisini %2’den -%2.8 daralacağı yönünde revize etti. IIF ayrıca, dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan ve 2008 kriz döneminde bile %9.6 büyüyen Çin ekonomisine ilişkin büyüme beklentisini ise %2.8 seviyelerine kadar çekti. Tüm dünyada yapılan ekonomik tahminlerde, gelişmiş ülkelerde %3 seviyelerinde olan işsizlik oranları çift hanelere çıkarken, büyüme oranlarının negatife çekilmesi yaşanan krizin 2008’den daha derin sonuçları olacağına işaret etmektedir. Koronavirüs vakalarının en başında söz konusu durumun ekonomik yansımalarının hafif ve kolay atlatılabilir olduğu düşüncesi hakimdi. Ancak açıklanan tüm bu rakamlar, başta Fed olmak üzere pek çok gelişmiş merkez bankası tarafından alınan önlemlerin, virüs kaynaklı oluşan derin ekonomik etkileri daha uzun zamanda düzeltebileceğine işaret ediyor.

Piyasadaki analistlerin yaptıkları tahminlerde bu virüsün nasıl sona ereceğine yönelik ortak bir görüş olmamasına karşın, bir kısmı Mayıs ve Haziran’da virüste en kötünün görüleceğini ve dünyanın normale döneceğini söylerken, bir kısmı ise virüs endişesinin yok olmasına rağmen ekonomilerin virüs öncesindeki yüksek seviyelere yeniden gelmelerinin kolay olmayacağını belirtmektedir. Ancak tüm bu olumsuzluklara karşın, başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının faizlerini %0 seviyelerine çekmesi, 2008 krizindekine benzer politikalarla piyasaya yüksek likidite sağlaması ve açıklanan maliye politikalarıyla içinde bulunduğumuz krizin ekonomik etkilerinin bertaraf edileceği kaçınılmaz görünüyor. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde de virüs kaynaklı gelişmeler açısından borsalar ve piyasaların yakından takip edilmesi gerekmektedir.

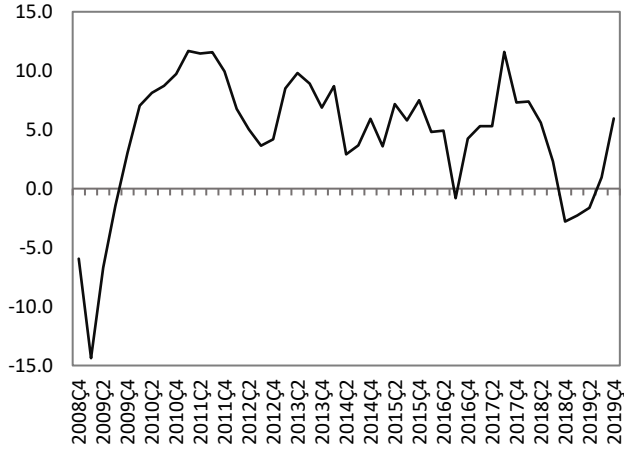
Haftalık Veri Takvimi (24 – 28 Mart 2020)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
24.03.2020	ABD	İmalat PMI (Mart, öncül)	50.7	44.0	
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	49.4	42.0	
		Yeni Konut Satışları (Şubat, a-a)	%7.9	-%1.8	
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Mart)	-2	-10	
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Mart, öncül)	49.2	39.5	
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	52.6	39.8	
	Almanya	İmalat PMI (Mart, öncül)	48.0	40.0	
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	52.5	43.0	
	Fransa	İmalat PMI (Mart, öncül)	49.8	41.0	
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	52.5	41.0	
	İngiltere	İmalat PMI (Mart, öncül)	51.7	45.0	
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	53.2	45.0	
	Japonya	İmalat PMI (Mart, öncül)	47.8	--	
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	46.8	--	
		Öncül Göstergeler Endeksi (Ocak)	90.3	--	
25.03.2020	Türkiye	İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (Mart)	%76.0	--	
		Reel Kesim Güven Endeksi (Mart)	106.9	--	
	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Şubat, öncül)	-%0.2	-%1.0	
	Almanya	IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Mart)	87.7	--	
	İngiltere	TÜFE (Şubat, y-y)	%1.8	%1.7	
26.03.2020	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Şubat)	-65.5 milyar \$	-63.8 milyar \$	
		GSYH (4.çeyrek, ç-ç)	%2.1	%2.1	
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (4.çeyrek)	%1.2	%1.2	
			Haftalık İşsizlik Maaş Başvuruları	281 bin kişi	1.500 bin kişi
	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	9.8	7.7	
	İngiltere	İngiltere Merkez Bankası (BoE) Faiz Kararı	%0.10	%0.10	
27.03.2020	Türkiye	Ekonomik Güven Endeksi (Mart)	97.5	--	
	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Şubat, y-y)	%1.6	%1.7	
		Kişisel Gelirler (Şubat)	%0.6	%0.4	
		Kişisel Harcamalar (Şubat)	%0.2	%0.2	
			Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Mart)	95.9	90.0
	İngiltere	Fitch Kredi Notu Açıklaması	--	--	

TÜRKİYE

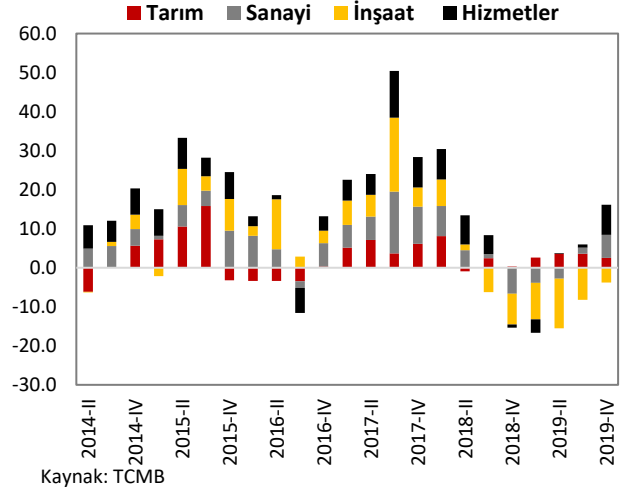
Türkiye Büyüme Oranı

Reel GSYH (y-y, %)



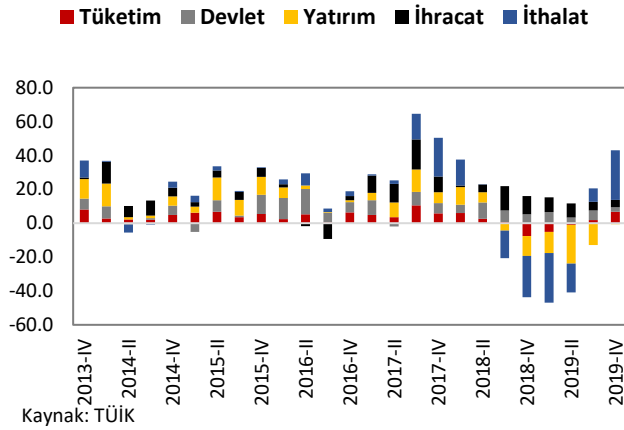
Kaynak: TÜİK

Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



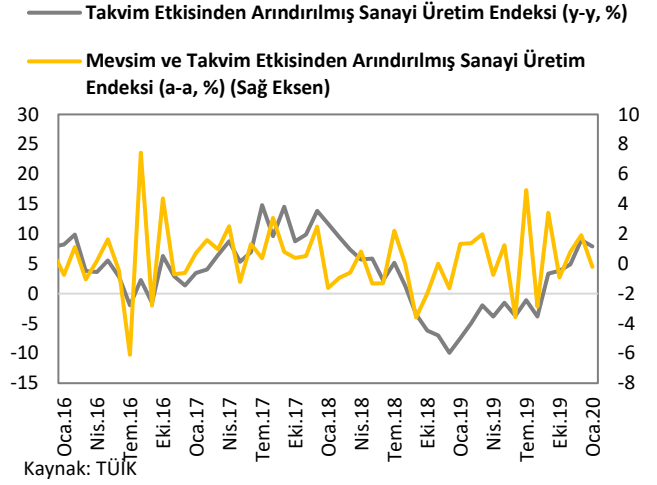
Kaynak: TCMB

Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)



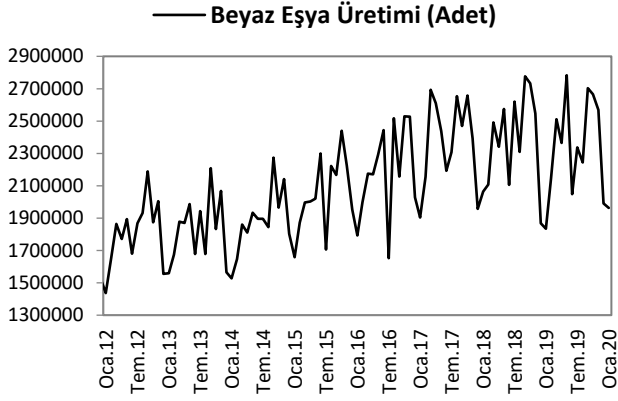
Kaynak: TÜİK

Sanayi Üretim Endeksi



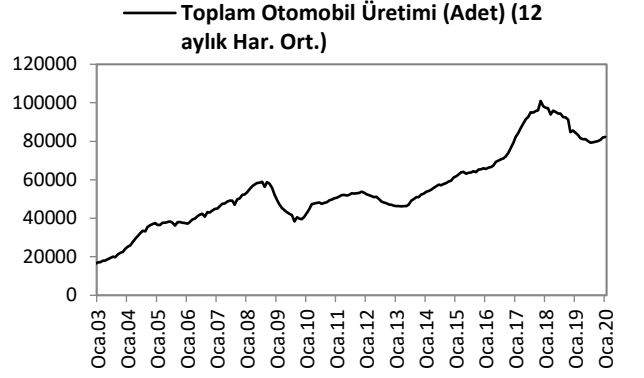
Kaynak: TÜİK

Beyaz Eşya Üretimi



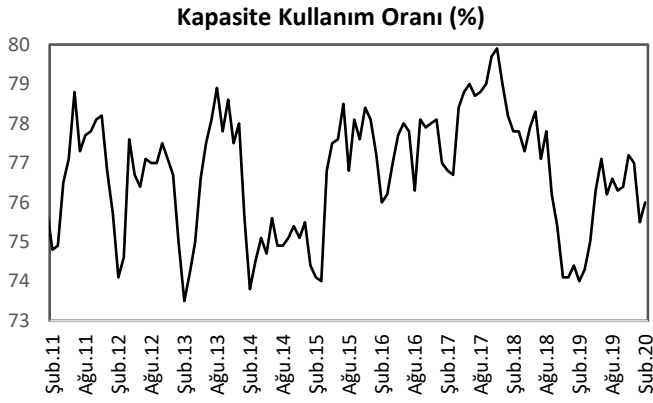
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Toplam Otomobil Üretimi



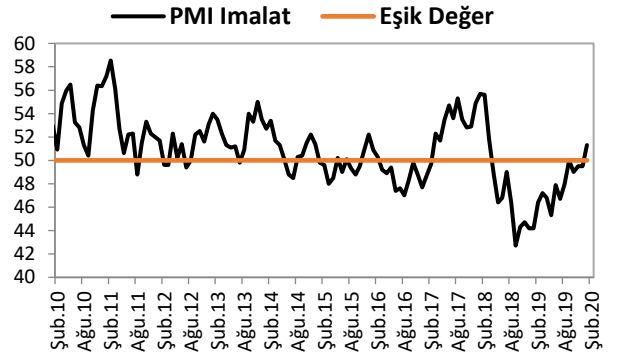
Kaynak: OSD, VakıfBank

Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

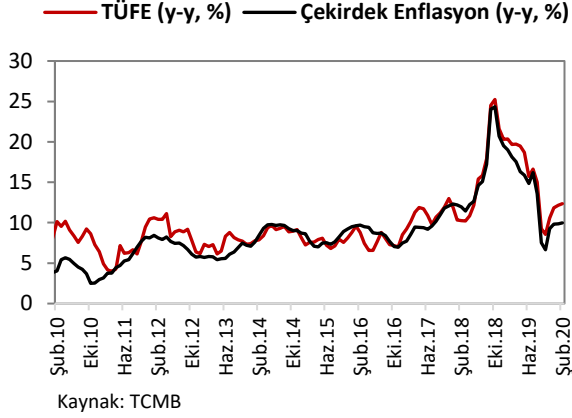
İmalat PMI



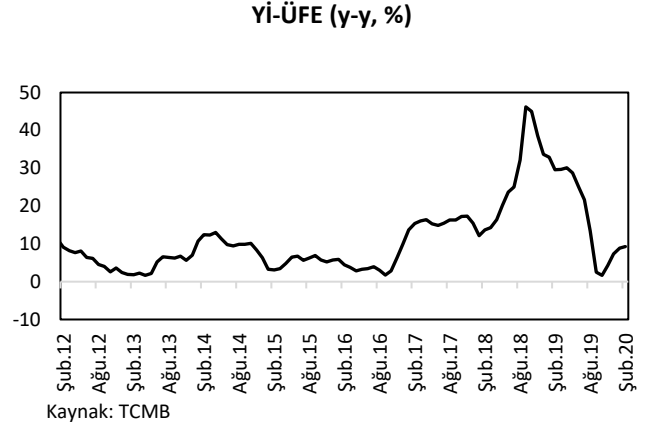
Kaynak: Bloomberg

ENFLASYON GÖSTERGELERİ

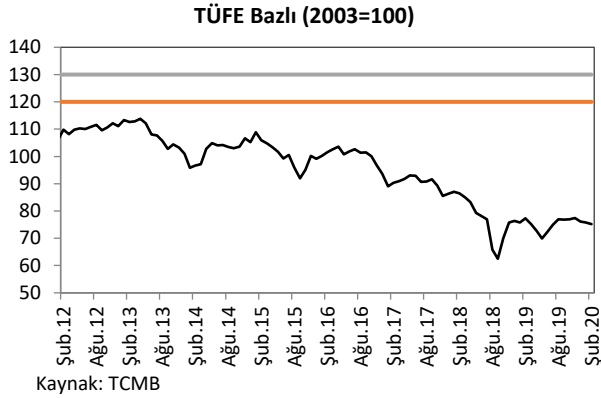
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



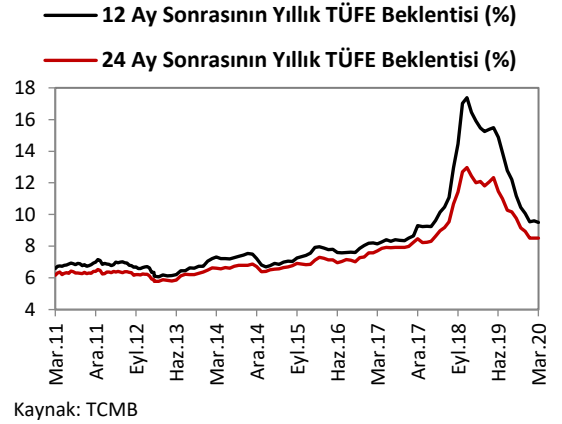
Yİ-ÜFE



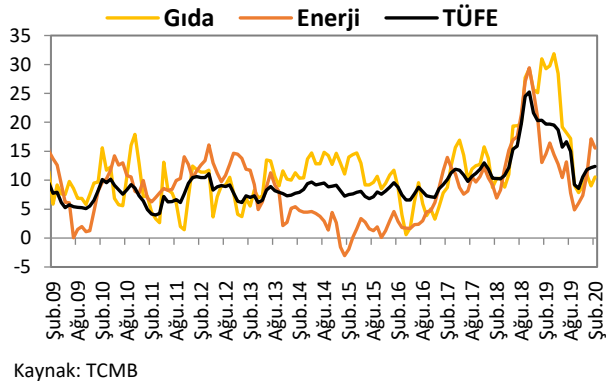
Reel Efektif Döviz Kuru



Enflasyon Beklentileri

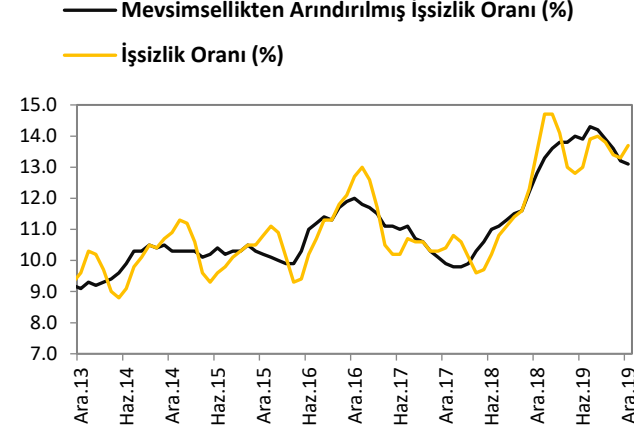


Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)

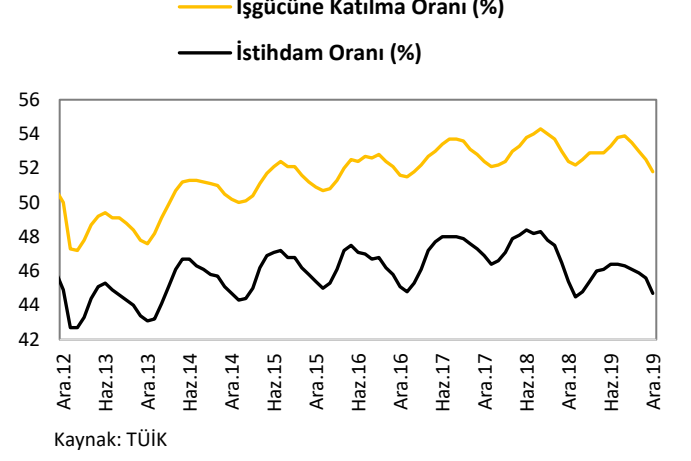


İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

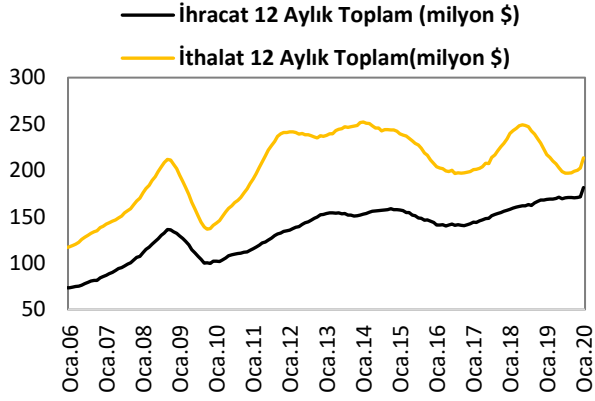


İşgücüne Katılım Oranı

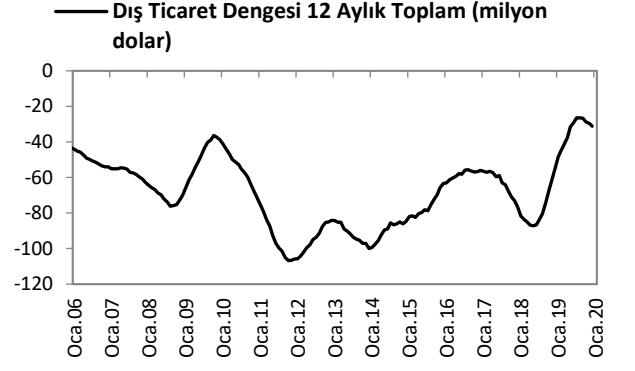


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

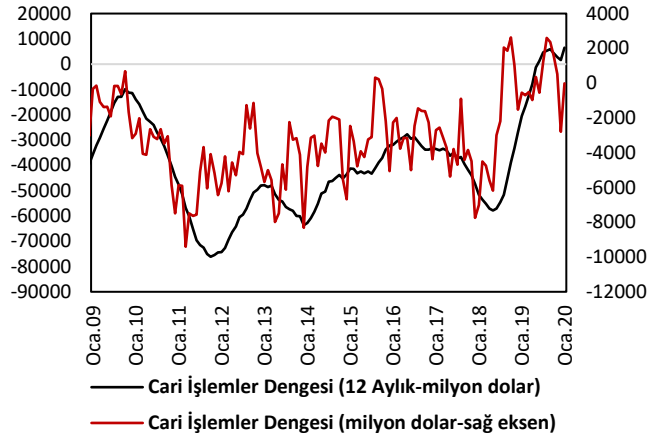
İthalat-İhracat



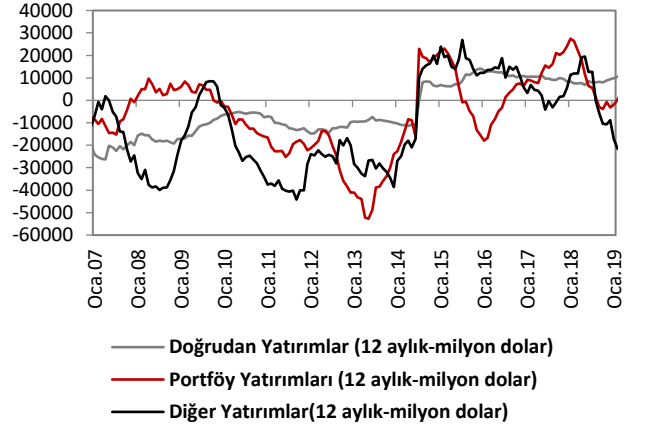
Dış Ticaret Dengesi



Cari İŞlemler Dengesi

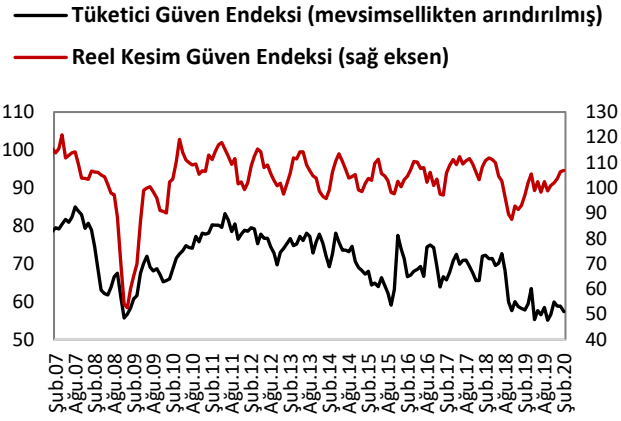


Sermaye ve Finans Hesabı



TÜKETİM GÖSTERGELERİ

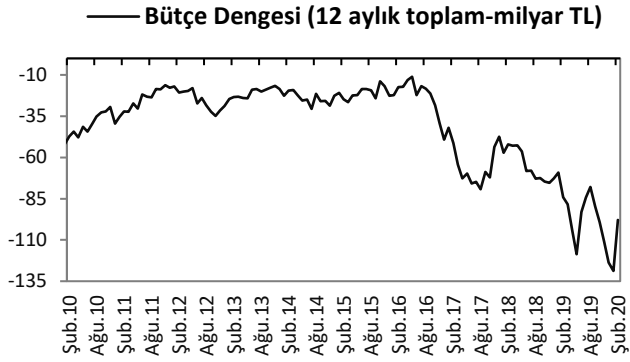
Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



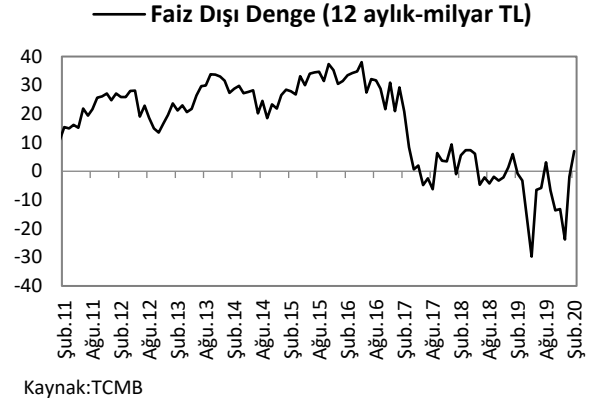
Kaynak: TCMB

KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

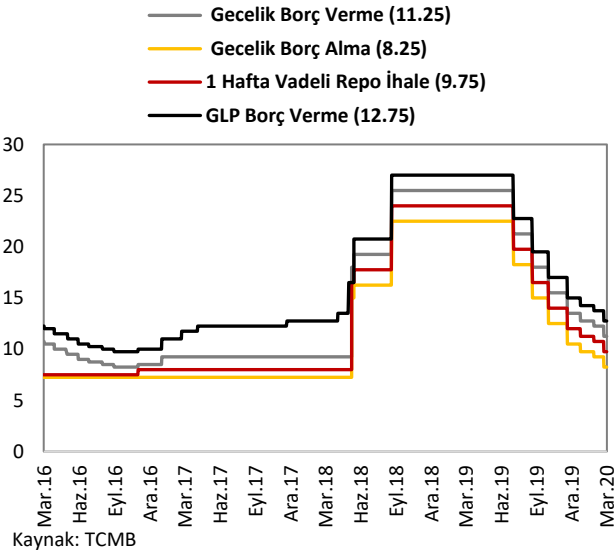
Bütçe Dengesi



Faiz Dışı Denge



TCMB Faiz Oranları



Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2018	3,724,388	2.8	11.0	1.3	76.8
2019	4,280,381	0.9	13.7	-0.6	75.9
Son Yayınlanan	1,189,855 (Ç4)	6.0 (Ç4)	13.7 (Aralık)	7.9 (Ocak)	76 (Şubat)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ - ÜFE		
2018	20.30	19.53	33.64		
2019	11.84	9.81	7.36		
2020 (Şubat)	12.37	9.97	9.26		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2018	512,524	1,940,589	1,988,304	123,370	71,980
2019	712,833	2,457,543	2,575,195	145,007	81,240
Son Yayınlanan (13.03.2020)	803,830	2,583,469	2,702,401	152,634	72,50
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2018	22.50	25.50	24.00	24.38	
2019	10.50	13.50	12.00	10.49	
Son Yayınlanan (24.03.2020)	8.25	11.25	9.75	9.18	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2017	-47.3	233.8	157.0	-76.8	
2018	-27.8	223.0	168.0	-55.1	
Son Yayınlanan	-1.8 (Ocak)	19.20 (Ocak 2020)	14.76 (Ocak 2020)	-4.45 (Ocak 2020)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2018	586.1	480.9	507.2		
2019	755.0	573.7	643.1 (Ç3)		
Son Yayınlanan	678.3 (Şubat 2020)	731.2 (Şubat 2020)	643.1 (Ç3 2019)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2018 (Şubat)	62.9	61.0	-1.9	4.8	
2019 (Şubat)	83.73	67.0	-16.8	-2.0	
2020 (Şubat)	93.5	86.1	-7.4	6.8	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	Cari Denge/GSYH		
	2.9 (Ç4)	59.1 (Ç3)	0.2 (Ç4)		

Cem Erođlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 80
Fatma Özlem Kanbur	Müdü Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0216-724 30 83
Naime Dođan Eriş	Uzman	naimedogan.eriş@vakifbank.com.tr	0216-724 30 82
Bilge Pekçađlayan	Uzman	bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr	0216-724 30 84
Sinem Ulusoy Kasap	Uzman	sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr	0216-724 30 86
Selin Mumcu	Uzman Yardımcısı	selin.mumcu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 88

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.