

04
Yumuşak iniş diye
birşey yok

10
ABD: sert inişe
doğru

13
Euro bölgesi:
durgunluk devam
ediyor

23
Çin: Ticari faaliyetlerin
yeniden başlaması
işe yarıyor, ancak
riskler devam ediyor

25
Gelişmekte olan
piyasalar:
tehlike sinyalleri
geçmedi

30
Sermaye piyasaları:
yine bankalar!

Allianz Araştırma

29 Mart 2023

Her şey Her yerde Aynı anda

Bahar Ekonomik Görünümü

Yönetici Özeti

Ludovic Subran,
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Andreas Jobst,
Head of Macroeconomic and Capital
Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Eric Barthalon,
Head of Capital Markets Research
eric.barthalon@allianz.com

Jordi Basco Carrera,
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet,
Senior Economist for France and US
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel,
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Jasmin Gröschl,
Senior Economist Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

Françoise Huang,
Senior Economist for Asia Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan,
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Roberta Fortes,
Senior Economist for Ibero Latam
roberta.fortes@allianz-trade.com

Maxime Lemerle,
Lead Advisor Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz.com

Maddalena Martini,
Senior Economist for Italy & Greece
maddalena.martini@allianz.com

Luca Moneta,
Senior Economist for Africa and
Middle East
luca.moneta@allianz-trade.com

Manfred Stamer,
Senior Economist for Emerging Europe
and the Middle East
manfred.stamer@allianz-trade.com

ABD bankacılık sektörünün krizden dönmesi ve Avrupa'daki enerji sorununun çözülememesinden kaynaklanan güvensiz atmosferin etkileri yılın geri kalanını şekillendirecek. Konut, imalat ve inşaat sektörlerindeki yavaşlama nedeniyle ABD'de yıl sonunda belirgin bir resesyon yaşanacağı yönündeki tahminimizi korurken mali desteklerin kademeli olarak azaltılmasıyla Euro Bölgesi'nde de ekonomik ivmenin yavaşladığını görüyoruz. Çin ekonomisinin görünümü iyileşti, ancak ülkede ticari faaliyetlere yeniden start verilmesinin küresel yayılımları sınırlı. 2023 yılında küresel büyümenin yavaşlayarak +%2,2'ye gerilemesini ve 2024 yılında çok sınırlı bir artışla +%2,3'e çıkmasını bekliyoruz. ABD, Almanya, İtalya ve İngiltere hariç, diğer büyük gelişmiş ekonomiler resesyondan korunmayı başaracak ancak gelişmekte olan piyasalar ve özellikle emtia ithalatçıları, artan iç ve dış dengesizlikler nedeniyle genel olarak baskı altında kalabilir. Tüketicilerin alım gücünün azalması ve dayanıklı tüketim mallarının yenileme döngüsünün uzaması nedeniyle düşük talep 2023 yılında imalat sektöründeki durgunluğun devam etmesine neden olabilir. Aynı zamanda, arz fazlası muhtemelen bu yıl da devam edecek ve ticareti yapılan ürünlerin maliyetini düşürecek. Bu bağlamda, teslimat süreleri normalleşiyor ve nakliye maliyetleri de pandemi öncesi seviyelere yaklaşıyor. Küresel ürün ve hizmet ticareti 2023 yılında muhtemelen hacim olarak sadece +%0,9 oranında büyüyecek (2022'de +%3,7 idi) ve nominal olarak da -%0,3 oranında azalacak.(2022'de +%9,6'dan).

Merkez bankaları daha zor şartlarda: Önümüzdeki birkaç ay içinde inatçı çekirdek enflasyonu yönetmek ile büyümeyi sürdürmek arasında dengeyi korumaya yönelik politika faizleri belirlenirken finansal istikrara ilişkin kaygılar, bu hesapları daha da karmaşık hale getirebilir. Bu ikilemin çözülmesi, yavaşlayan talep merkez bankalarının daha dikkatli adım atmasına izin verecek kadar dezenflasyonist olmadığı sürece enflasyonla mücadeleyi uzatabilir. Enflasyonun önümüzdeki çeyreklerde belirgin bir şekilde yavaşlamasını ve 2024 yılında %4,0'e gerilemeden önce bu yıl küresel düzeyde ortalama %6,6 olmasını bekliyoruz. Çekirdek enflasyonun inatçılığı göz önüne alındığında, merkez bankaları daha fazla faiz artırımını konusunda daha ölçülü bir yaklaşım sergileyecek.Özellikle de bankaların artan vade farklarını daha iyi yönetebilmeleri için ters bir getiri eğrisi dolaylı olarak kabul edilecek olursa, kısıtlayıcı parasal durumu sürdürmekle finansal sektörde artan kırılganlıkları yönetebilmek arasında bir denge kurmaya çalışacaktır.

Para politikasına daha fazla esneklik kazandırmaya yönelik bu yıl için planlanan mali ayarlamalar, finans sistemine olan güvenin yeniden tesis edilmeye çalışılması ve enerji konusunda belirsizliğin sürmesi nedeniyle gecikebilir. Çoğu ülkenin enerji krizinin etkilerini hafifletmek için cesur adımlar atmasının ardından, yükselen faiz oranları nedeniyle mali manevraya yönelik alan artık çok daha kısıtlı. Bununla birlikte, finansal istikrara ilişkin endişeler hükümetlerin güvenlik ağını güçlendirmeye öncelik vermesini gerektirebilir. Kriz çözüm mekanizmaları için sağlanacak destekler ve kamu borç garantileri ile mevduat sigortalarının kapsamlarının artırılması da söz konusu güvenlik önlemleri arasında yer alacaktır. Bu tür mali destekler, merkez bankalarının bankacılık sektörü kırılganlıkları tarafından kısıtlanmadan enflasyonu engellemek için faiz oranlarını yüksek tutmasına yardımcı olabilir ama artan faiz oranı yükleri borç sürdürülebilirliğini zorlaştırmaktadır. Hükümetler, mevcut enerji ve bankacılık krizinin dışında, özellikle, ekonomilerinin yeşil dönüşümü, Fransa ve İspanya'da olduğu gibi cesur emeklilik reformlarının başlatılması gibi önemli yapısal zorluklarla da mücadele ettiği için azalan mali alan halihazırda zor olan politika önlemlerini daha da zorlaştırmaktadır.

Bankacılık sektöründe yaşanan türbülans sermaye piyasalarının görünümünü şekillendirecektir. ABD'deki banka iflaslarının ve Credit Suisse'in kurtarılmasının potansiyel sıçrama etkileri önlenmiş olsa da gayrimenkulde daha derin bir düzeltmeden ve özel borç risklerinin yeniden fiyatlandırılmasından kaynaklanabilecek olası zararlar önemli kırılganlıklara neden olabilir. Daha da önemlisi, bankalar kredi standartlarını yükseltip sermaye ve likidite tamponlarını korudukça finansman koşulları daha da sıkılaşacak, krediler daha da daralacak ve bunun piyasa likiditesi bağlamında olumsuz etkileri olacaktır. Merkez bankalarının politika faizleri konusunda izleyecekleri yola ilişkin mevcut belirsizlik göz önüne alındığında, 2023 yılının ilk yarısında mevcut dalgalı piyasa dinamikleri büyük ihtimalle devam edecektir. Yıl sonuna doğru beklenen ekonomik ve politik desteklere rağmen, toparlanma ivmesi ancak 2024 yılında hissedilecektir. Bu ortamda, ülke eğrilerinin uzun ucunun yılın geri kalanında mevcut değerler etrafında, kısa vadede bir miktar yukarı yönlü ve yılın ikinci yarısında bir miktar aşağı yönlü risklerle işlem görmesini bekliyoruz. Hisse senedi piyasalarının yılı hafif olumlu bir notla tamamlaması ihtimalini yüksek görürken, kurumsal kredi riskinin özellikle de düşük derecelendirmeli gruplarda, 2023 yılında geri dönüş yapacak olması nedeniyle kurumsal krediler konusunda hâlâ kararsızız.

Neler yanlış gidebilir? Finans sektörü tamamen kriz moduna girmemiş olsa da politika yapımcılar yatırımcı güvenini yeniden tesis etmeye uğraşırken yeni banka iflasları ve sermaye piyasası aksaklıkları yine de yaşanabilir. Örneğin Avrupa'da yıl sonuna doğru daha soğuk havaların bir sonucu olarak daha fazla enerji arzı kısıtlaması, doğalgaz tüketiminde sınırlama uygulamalarına neden olarak 2023 yılı GSYİH büyümesini negatif bölgeye itebilir; Ukrayna'daki savaşın tırmanması halinde bu senaryo daha da kötüleşebilir. Buna ek olarak, yüksek enflasyonun uzun süre devam etmesi merkez bankalarının politika hatası riskini artırmaktadır. Özellikle, veriye dayalı yaklaşımı, faiz artışlarının toplam talep üzerindeki gecikmeli etkisini ve daha derin ve uzun süreli ekonomik daralma riskini hafife alan Fed için... Öte yandan, kamu güvenini güçlendirerek finans sektöründe daha fazla sarsıntı yaşanmasını önlemek, yatırımlar ile büyümeyi artıracak ve merkez bankalarının enflasyonist baskıları etkin bir şekilde yönetmesine olanak sağlayacaktır. Buna ek olarak, Ukrayna'daki savaşta ateşkes sağlanması piyasa baskısını ve arz kısıtlarını bir miktar azaltabilir, Çin'in ticari faaliyetlerine yeniden başlaması yavaşlayan küresel ticareti canlandırabilir ve üretici fiyatlarındaki düşüşü hızlandırabilir. Son olarak, bölgesel-ekonomik çatışmalar, yaptırımlar, ticaret savaşları ve ulusal güvenlik adına yatırımların perdelenmesi, istenmeyen yaygın yayılma etkileriyle birlikte dünya çapında tüm ekonomiler için risk oluşturmaktadır.



Photo by John McArthur on Unsplash

Yumuşak iniş diye bir Şey yok

Daha sıkı para politikası, zlemeyen enerji krizi ve ABD bankacılık sektörünün krizin eşiğinden dönmesinin birleşik etkisi bu yılki ekonomik görünümü Şekillendirecek. (Tablo 1 ve 2). Yılın ikinci yarısında doğalgaz arzına ilişkin belirsizliğin devam etmesinin yanı sıra yüksek elektrik ve gıda fiyatları, Şirket krlarıyla hanehalkı reel gelirlerinin azalmasına neden olacak ve bu durum tüketicilerle güveniyle iş beklentileri üzerinde baskı oluşturarak büyümenin dur-kalk halinde ilerlemesine neden olacaktır. Bazı büyük ekonomiler için büyüme tahminlerimizi son ngrlerimize kıyasla biraz yükselttik ancak yine de 2023 yılında küresel büyümenin yavaşlamasını ve para politikasındaki kümülatif sıkılaşmanın ekonomik faaliyet ve istihdam üzerindeki etkisinin artmasını bekliyoruz. Faiz artırımlarının borçlanma maliyetlerini daha da artırması ve yatırımları azaltması nedeniyle

konut, imalat ve inşaat sektörleri faaliyetlerinde yavaşlama olmasını ve giderek yerleşen güvensizlik etkileriyle yıl sonunda ABD'de büyük bir resesyon ("sert iniş") yaşanmasını öngörüyoruz. Bu faktörler 2023 yılı başlarında Euro Bölgesi ekonomisinin de Almanya ve İtalya'da hafif teknik resesyonlarla duraklamasına neden olacak, yılın ikinci yarısında ise mali teşviklerde geri adımlar devam edecektir. Özellikle finansman koşullarının daha uzun süre daha sıkı kalmasının muhtemel olduğu Avrupa'da 2024 yılında zayıf bir toparlanma bekliyoruz. Küresel büyümenin yavaşlayarak +%2,2'ye gerilemesini ve çok az bir artışla 2024 yılında +%2,3'e çıkmasını bekliyoruz. Ancak, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan piyasalar arasında önemli farklılıklar olması muhtemeldir. ABD ve İngiltere resesyona girecek olsa da yani iki çeyrek st üste negatif büyüme gösterse de, gelişmiş

ekonomiler 2023 (ABD'de +%1,1, Euro Bölgesi'nde +%0,3) ve 2024 yıllarında (ABD'de +%0,4, Euro Bölgesi'nde +%0,9) negatif büyüme rakamlarını görmeyecektir. (Şekil 1) Artan iç ve dış dengesizlikler GOÜ'ler ve özellikle emtia ithalatçıları için baskıların artmaya devam etmesi anlamına gelmektedir. Asya-Pasifik'te 2023 yılında büyüme toparlanarak +%4,1 olacak ve Çin'in ticari faaliyetlerine beklenenden daha hızlı start vermesiyle desteklenerek 2024 yılında hız kazanarak +%4,3'e çıkacaktır. Ancak, Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Latin Amerika'da 2023 yılında büyüme yavaşlayarak sırasıyla +%0,9, +%2,7 ve +%1,5 olacaktır. 2024 yılında ise bu bölgelerde büyümede toparlanma başlayacaktır.

Tablo 1: Küresel Büyüme

Büyüme (yıllık, %)	2020	2021	2022f	2023f	2024f
Küresel	-3.3	5.9	3.0	2.2	2.3
ABD	-2.8	6.0	2.1	1.1	0.4
Latin Amerika	-7.1	6.8	3.7	1.5	1.9
Brezilya	-4.2	5.3	2.9	1.0	1.2
İngiltere	-11.0	7.6	4.1	-0.3	0.6
Euro Bölgesi	-6.3	5.3	3.5	0.3	0.9
Almanya	-4.1	2.6	1.9	-0.1	0.8
Fransa	-7.9	6.8	2.6	0.4	0.8
İtalya	-9.1	6.7	3.8	0.3	0.7
İspanya	-11.3	5.5	5.5	1.0	1.0
Rusya	-2.7	4.7	-2.3	-1.0	1.3
Türkiye	1.9	11.4	5.6	3.1	3.8
Orta ve Doğu Avrupa	-3.3	5.9	2.5	0.9	2.6
Polonya	-2.0	6.8	6.8	0.9	2.6
Asya-Pasifik	-1.0	6.2	3.3	4.1	4.3
Çin	2.2	8.1	3.0	5.0	4.8
Japonya	-4.7	2.2	1.1	1.0	1.2
Hindistan	-6.6	8.3	6.9	5.7	6.2
Orta Doğu	-4.2	4.0	6.0	3.2	2.7
Suudi Arabistan	-4.1	3.9	3.9	4.1	3.2
Afrika	-1.7	5.8	3.4	3.2	3.4
Güney Afrika	-6.3	4.9	2.5	0.7	1.4

Kaynak: Allianz Araştırma

Tablo 2: Global enflasyon

Enflasyon (yıllık, % yıllık değişim)	2020	2021	2022f	2023f	2024f
Küresel	2.6	4.3	8.6	6.6	4.0
ABD	1.3	4.7	8.0	4.6	2.2
Latin Amerika	11.8	13.9	14.9	15.6	10.9
Brezilya	3.2	8.3	9.3	5.6	3.9
İngiltere	0.9	2.6	9.1	6.5	3.4
Euro Bölgesi	0.3	2.6	8.4	5.6	2.6
Almanya	0.5	3.1	7.9	5.6	2.8
Fransa	0.5	1.6	5.2	5.2	2.6
İtalya	-0.1	1.9	8.2	5.9	2.2
İspanya	-0.3	3.1	8.4	4.8	3.5
Rusya	3.4	6.7	13.8	12.0	7.4
Türkiye	12.3	19.6	72.3	40.9	23.9
Orta ve Doğu Avrupa	4.5	8.1	9.1	11.7	5.9
Polonya	3.4	5.1	14.4	11.4	5.8
Asya-Pasifik	2.2	1.7	3.7	3.4	2.7
Çin	2.5	0.9	2.0	2.4	2.3
Japonya	-0.0	-0.2	2.5	2.2	1.5
Hindistan	6.6	5.1	6.7	5.5	4.6
Orta Doğu	9.9	15.8	16.8	21.1	12.9
Saudi Arabistan	3.5	3.1	2.5	2.7	2.1
Afrika	10.0	12.4	13.4	14.5	8.8
Güney Afrika	3.3	4.6	6.7	5.1	4.7

Kaynak: Allianz Araştırma

Ekonomik görünüm kasvetli olmaya devam ederken iş gücü piyasası dinamikleri yavaşlıyor. İş gücü piyasası, iş çevrimlerinin bir göstergesi sayılabilir. ABD tarihi verilerine bakıldığında, ekonominin resesyonun hemen başında sağlıklı bir şekilde istihdam yaratmaya devam ettiği ve takip eden 12 ay boyunca istihdamda azalmaların olduğu görülmektedir. Resesyon öngörümüzle tutarlı olarak, 2023 yılının son çeyreğinden itibaren istihdamın azalmaya başlamasını ve işsizlik oranının da buna paralel olarak yükselmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, 2023 sonu-2024 başı dönemi için beklediğimiz büyük negatif çıktı açığına rağmen, işsizlik oranının 2023 yılı ilk çeyreğindeki %3,6 seviyesinden 2024 yılının aynı döneminde mütevazı bir artışla %4,8'e çıkacağını öngörüyoruz. Euro Bölgesi'nde iş gücü piyasası hem pandemi hem de enerji krizleri boyunca dayanıklılığını kanıtladı ve işsizlik oranı Ocak 2023'te %6,7 gibi tarihi düzeyde düşük bir seviyede üst üste üçüncü ay sabit kaldı. Bölgeyi etkileyen uzun süreli zorluklar, istihdam koşullarında hafif bir bozulmaya yol açacaktır: 2022

yılında %6,7 olan işsizlik oranının 2023 yılında hafif bir artışla %7,2'ye çıkacağını tahmin ediyoruz.¹

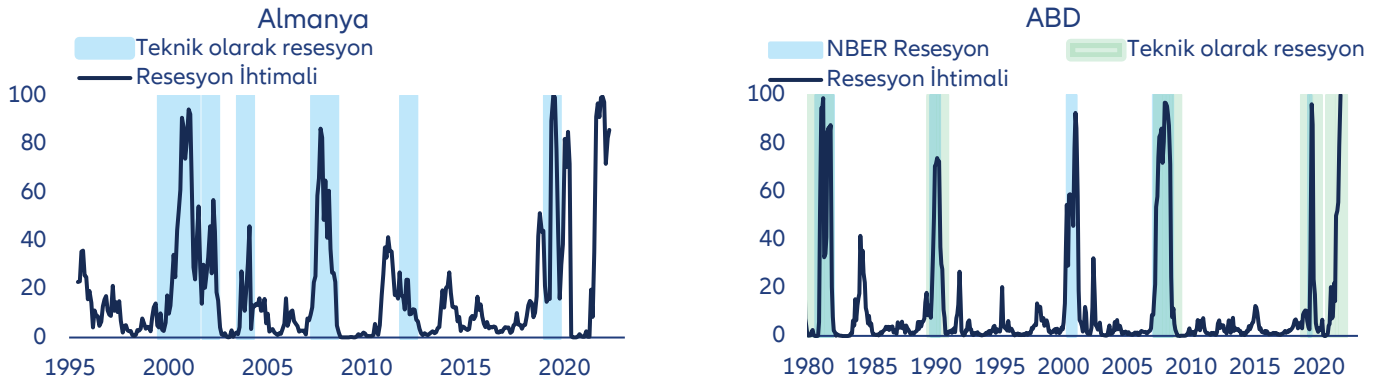
Yavaşlayan küresel talep ve imalat sanayi arz fazlasıyla, 2023 yılında küresel ticarete keskin bir yavaşlama bekleme devam ediyoruz. Küresel mal ve hizmet ticaretinin 2023 yılında hacim olarak yalnızca +%0,9 büyüyeceğini (2022'deki +%3,7'den sonra) ve nominal olarak -%0,3 daralacağını (2022'deki +%9,6'dan sonra) tahmin ediyoruz. Hacim bazında +%3,9 ve değer bazında +%4,7 artış beklenen 2024 yılında bir toparlanma gelmesi muhtemeldir. Küresel talep; gelişmiş pazarlardaki durgunluk veya resesyon, tüketicilerin alım gücünün azalması ve dayanıklı tüketim mallarının yenilenme döngüsünün uzaması bağlamında yavaşlamaktadır. Çin ekonomisinin iyileşen görünümü bu baskıları telafi etmek için yeterli değildir ve tahminlerimize göre bu yıl sadece 80 milyar dolarlık ek ihracat kazancı yaratacaktır. (Küresel ticaretin %0,3'ünden daha azı). Bu arada, yavaşlayan talep, imalat sektörüne artan üretim kapasitesi ve yenilenen stoklar olarak

¹ İş gücü piyasasına ilişkin iyi senaryomuz hem ABD hem de Avrupa'da rekor sayıda doldurulmamış iş pozisyonu ve yaygın iş gücü açığı olduğu varsayımı üzerine kurulmuştur. Örneğin ABD'de açık iş/işsiz oranı 2'ye yakınken; Almanya, Fransa ve İtalya'da açık iş oranları pandemi öncesi seviyelerin üzerinde seyretmektedir. Zayıflayan talep karşısında şirketler çalışanlarını işten çıkarmak yerine bu açık pozisyonları azaltacaktır. Ayrıca, birçok işletme muhtemelen "iş gücü istifleme stratejilerini" tercih edecek, işçi çıkarmak yerine çalışma saatlerini azaltacak ve bu da toplam iş gücü verimliliğini düşürecektir.

yansımadır. Geçen yılın ikinci yarısında ortaya çıkmaya başlayan ve 2023 yılında da devam etmesi beklenen bu arz fazlası durumu, 2021-2022'de gözlemlenen kıtlık durumlarının çözülmesine ve ticareti yapılan ve zaman zaman rekor seviyelere ulaşan ürünlerin maliyetinin düşmesine yardımcı oluyor. Çin'de ticari faaliyetlere yeniden izin verilmesi de küresel tedarik zincirlerinde ani duruş riskini azaltıyor. Bu bağlamda, teslimat süreleri normalleşiyor ve nakliye maliyetleri de pandemi

öncesi seviyelerine geriliyor. Konjonktürel koşullar tedarik zinciri aksaklıklarını azaltmış olsa da orta vadede kıtlık riskinden tamamen kurtulamayabiliriz. Küreselleşme ve ayrışma ana senaryomuzun bir parçası olmasa da devam eden jeopolitik gerilimler ve korumacılık, ticareti yapılan belirli ürünlere ulaşımı potansiyel olarak etkileyebilir. Örneğin ABD'nin Çin'e yarı iletken ihracatını yasaklaması ve Çin'in güneş paneli yapımında kullanılan teknolojinin ihracatını yasaklaması gibi...

Şekil 1: Resesyon ihtimali (Mart 2022) (%)



Kaynaklar: Refinitiv Datastream, Allianz Araştırma. Not: Dört faktörün logaritmik regresyonuna dayanmaktadır - ortalama haftalık çalışılan saat, ISM yeni siparişler, devlet borçlanma getirisi eğrisinin dikliği (10Y-2Y) ve tüketici beklentileri.

Risk dengesi aşağı yönlü devam ediyor. Finans sektörü tam anlamıyla kriz moduna girmemiş olsa da politika yapımcılar yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek için mücadele ederken yeni banka iflasları göz ardı edilemez. Buna ek olarak, örneğin yıl sonunun daha soğuk geçmesinin bir sonucu olarak enerji arzında daha fazla kısıtlama yaşanması, Avrupa'da gazın karneye bağlanmasını gerektirebilir ve bu da 2023 yılı GSYİH büyümesini negatif yönde etkileyebilir. Daha yüksek ve uzun süreli enflasyon, merkez bankalarının politika hatası yapma riskini de artırıyor. ABD'de parasal sıkılaştırma ve özellikle Fed'in aşırıya kaçması, daha derin ve uzun süreli bir ekonomik gerileme riskini beraberinde getiriyor. Enflasyon ve sıkılaştırılan kredi koşullarının ortasında banka iflaslarının sonuçları daha da geniş kapsama yayılabilir. Bununla birlikte, kamu güvenini destekleyerek finans sektöründe daha fazla sarsıntının önüne geçmek yatırımları ve ekonomiyi canlandıracaktır. Merkez bankaları daha istikrarlı hareket ederek nihai faiz oranlarına ulaşmaya devam ederken daha iyi bir ekonomik görünüm daha kalıcı yurt içi enflasyonist baskıları destekleyeceği için sıkı parasal duruşlarını koruyacaktır. Ateşkes, arz kısıtlamalarının yanı sıra piyasa baskısının bir kısmını da ortadan kaldıracaktır. Çin'in karantina sınırlamalarına yönelik politika değişimi, yavaşlayan küresel ticareti canlandırabilecek ve sadece birkaç ay önce rekor seviyelere ulaşan üretici fiyatlarındaki düşüşü hızlandırabilecek olumlu bir yeniden açılım etkilerine yol açabilir.

Para politikasına daha fazla esneklik kazandırmaya yönelik bu yıl planlanan mali ayarlamalar, finans sistemine olan güvenin yeniden tesis edilmeye çalışılması ve enerji konusunda belirsizliğin sürmesi nedeniyle gecikebilir. Çoğu ülkenin enerji krizinin etkilerini hafifletmek için cesur adımlar atmasının ardından, yükselen faiz oranları nedeniyle mali manevraya yönelik alan artık çok daha kısıtlı. Bununla birlikte, finansal istikrara ilişkin endişeler hükümetlerin güvenlik ağını güçlendirmeye öncelik vermesini gerektirebilir. Kriz çözüm mekanizmaları için sağlanacak destekler ve kamu borç garantileri ile mevduat sigortalarının kapsamalarının artırılması da söz konusu güvenlik önlemleri arasında yer alacaktır. Bu tür mali destekler, merkez bankalarının bankacılık sektörü kırılganlıkları tarafından kısıtlanmadan enflasyonu engellemek için faiz oranlarını yüksek tutmasına yardımcı olabilir ama artan faiz oranı yükleri borç sürdürülebilirliğini zorlaştırmaktadır. Hükümetler, mevcut enerji ve bankacılık krizinin dışında, özellikle, ekonomilerinin yeşil dönüşümü ile Fransa ve İspanya'da olduğu gibi cesur emeklilik reformlarının başlatılması gibi önemli yapısal zorluklarla da mücadele ettiği için azalan mali alan halihazırda zor olan politika ödünleşimlerini daha da zorlaştırmaktadır.

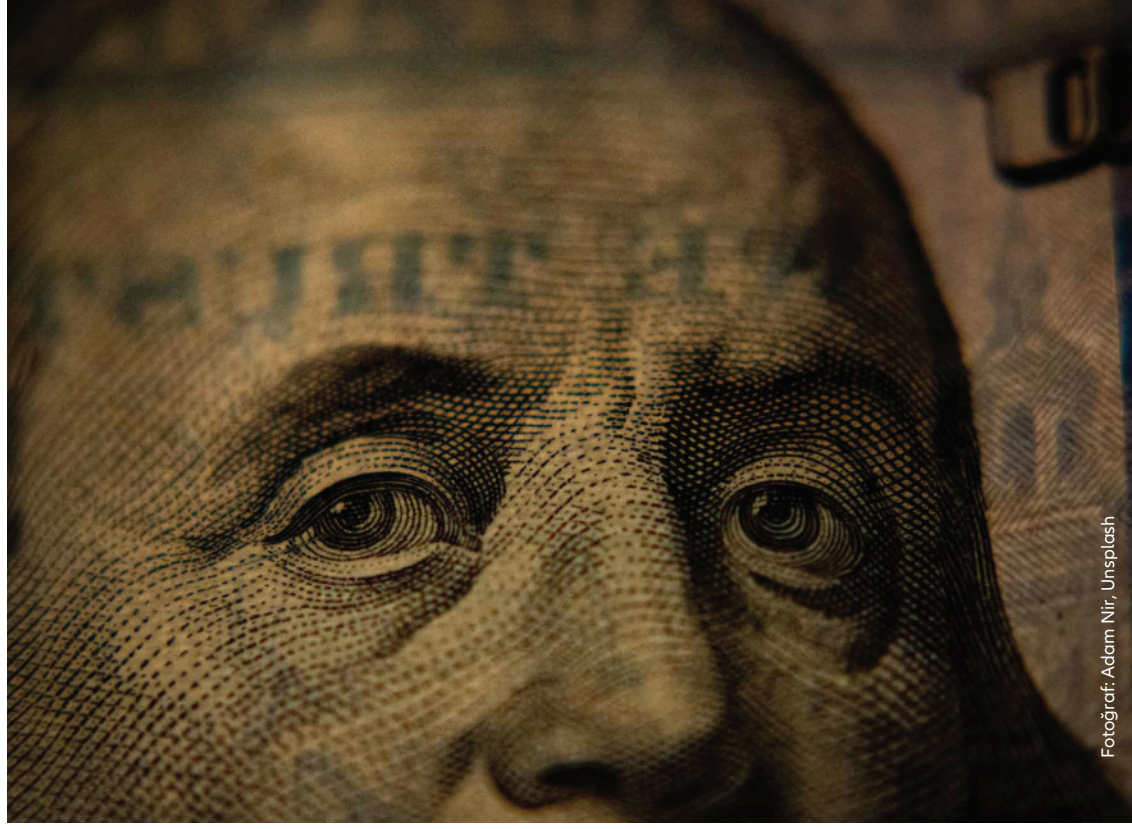
Mevcut makro-finansal zorlukların ötesine bakıldığında, gıda, enerji ve güvenlik gibi temel ihtiyaçlara yönelik riskler önümüzdeki yıllarda da ön planda olacaktır. Küresel salgının ekonomik ve sağlık koşullarına getirdiği yükün yanı sıra Rusya'nın Ukrayna'ya karşı yürüttüğü savaş ve küresel ekonomiyi etkileyen yaptırımlar bu riskleri artırıyor. Rusya'nın Karadeniz Tahıl İhracat Anlaşması'ndan çekilme tehdidi, temel ihtiyaç maddelerinin fiyatları üzerinde önemli bir dalgalanma yaratıyor. Ukrayna'nın işgalinin yarattığı dalgalanma Rusya'yı gelişmiş endüstriyel demokrasilerden neredeyse tamamen kopardığı için Başkan Putin son derece baskı altında. Bunun bölgesel ve küresel güvenliğin yanı sıra firmaların petrol, doğalgaz ve kritik malzemeler gibi temel emtialara erişimi üzerinde de etkileri var.

Küresel tedarik zincirlerinin dayanıklılığı test edilmeye devam ediyor. Özellikle Çin'de ticari faaliyetlere son zamanlarda yeniden start verilmesi enerji ve emtia fiyatları üzerinde daha fazla baskı yaratıyor. Çin kendisini küresel diplomatik merkez sahnesine yerleştirdi (bkz. İran-Suudi Arabistan anlaşması, Rusya-Ukrayna ateşkes planı) ancak daha istikrarsız bir dünyada bu durum başka bir zorluk yaratıyor. Çin'in politika kararlarını tahmin etmek, partinin giderek daha önemli hale gelen katılımıyla birlikte zorlaşıyor. Dahası, Çin'in uzun vadeli ekonomik yavaşlaması ve Doğu Çin Denizi'nde devam eden gerilimler, hem Tayvan'ın yarı iletken üretimindeki önemli küresel rolü hem de Çin ile küresel ticaret ilişkileri üzerinde etkilere sahip. ABD politika yörüngesini değiştirmedeği sürece Çin ve ABD arasında bir çatışma daha da olası veya kaçınılmaz görünüyor.

Ulusal güvenlik adına, bölgesel ekonomik çatışmalar, yaptırımlar, ticaret savaşları ve yatırım taramaları, istenmeyen yayılma etkileriyle birlikte dünya çapında ekonomiler için risk oluşturuyor. Bunlar kısır ve artan bir güvensizlik döngüsü yaratabilir ve hatta tam tersi sonuçları teşvik edebilir. Böyle bir ortamda çok uluslu şirketler itibar ve yasal risklerle karşı karşıya kalırken, hükümetler istemeden de olsa firmaların; iş gücü kıtlığı, sivil huzursuzluk veya doğa hava olaylarının sonuçları gibi coğrafi olarak yoğunlaşmış sorunlara) daha fazla maruz kaldığı bir iş ortamı yaratabilir.

Seçim sürecinde oldukları için Türkiye ve İspanya 2023 yılında izlenmesi gereken kilit ülkelerdir. Türkiye'de Cumhurbaşkanı yeniden seçilmek için yarışıyor ancak sonuç belirsiz görünüyor ve ikinci tura kalınabilir. İspanya'da sağcı Halk Partisi'ne (PP) verilen destek 2023 yılının ilk çeyreğinde keskin bir artış gösterdi ve parti en yüksek oy oranıyla kazanabilir. PP'nin hükümet kurabilmesi için aşırı sağcı muhafazakâr Vox'un desteğine ihtiyaçı olabilir ki bu da İspanya'yı İtalya ve İsveç'ten sonra Avrupa'da aşırı sağcı bir partinin hükümette yer aldığı üçüncü ülke konumuna getirecektir. Polonya ve Yunanistan'da takip edilmesi gereken diğer önemli seçimlere ev sahipliği yapacaklar. Yunanistan'da merkez sağ Yeni Demokrasi (ND), seçim kurallarında yapılan değişiklikler nedeniyle parlamento çoğunluğunu elde etmekte zorlanacak. Bu durum siyasi istikrarsızlığa ve erken seçime neden olabilir. Polonya'da Hukuk ve Adalet (PiS) partisi muhtemelen en kuvvetli siyasi güç olmaya devam edecek, ancak liberal demokrat muhalefet parlamentoda çoğunluğu elde etmek için yeterli oy toplayabilir. Bu, PiS liderliğindeki hükümetler döneminde önemli ölçüde kötüleşen AB ile ilişkilerin iyileştirilmesine yardımcı olabilir. Güneydoğu Avrupa'da da 2023 yılında Karadağ ve Bulgaristan'daki olası erken seçimler de dahil olmak üzere çeşitli seçimler var. Bölge, şokları absorbe etme kabiliyetinin sınırlı olması, halkın hoşnutsuzluğu ve kurumsal etkinliğin düşük olması nedeniyle siyasi istikrarsızlığa karşı özellikle kırılgan durumda.



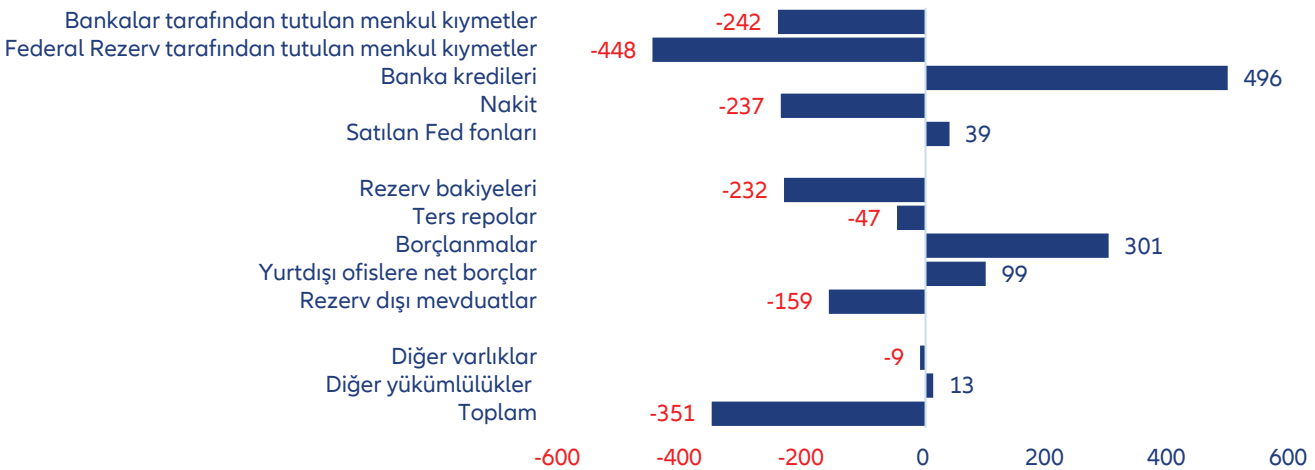


ABD: sert iniş doğru

ABD ekonomisinin canlanması 2023 yılı başlarında hız kazandı, ancak bu canlanmanın kısa ömürlü olmasını bekliyoruz. Perakende satışlar, sanayi üretimi ve temel sermaye ürünleri siparişleri gibi yüksek frekanslı göstergeler 2023 yılının ilk çeyreğinde toparlandı. İş gücü piyasası da Şubat ayı sonuna kadar 800 bin kişilik net istihdam yaratılmasıyla bir miktar güç kazandı. Bu 'mini' konjonktürel canlanma büyük ölçüde hanehalkı harcamalarının hızlanmasından kaynaklandı. Kredi kartı borçlarındaki hızlı artış, artan sosyal güvenlik ödemeleri, daha düşük kişisel efektif gelir vergisi oranları ve düşük tasarruf oranı bu canlanmayı destekledi. Şirketler tarafında ise, işletmeler kendilerini gelecekteki kıtlıklara karşı korumak için stok biriktirmeye devam etti. Sanayi firmaları halen ağırlıklı olarak birikmiş siparişler üzerinde çalışıyor. Bu ortamda, fiyat ve ücret baskıları rahatsız edici derecede yüksek kaldı. NFIB anketine göre, küçük şirketler 2023 yılının geri kalanı için hâlâ yüksek ücret artışları yapmayı planlarken, aylık bazda ardışık olarak bakıldığında temel TÜFE enflasyonunda bir gevşeme yok.

Bankacılık krizinin de etkisiyle hızla sıkılaşan kredi koşulları nedeniyle yılın ikinci yarısında ekonomik ivmenin kötüleşmesini bekliyoruz. 2023 yılı ortasıyla sonu arasında -%1'lik bir resesyon öngörüyoruz. Para politikası eylemleri uzun gecikmelerle hissediliyor ve ileriye yönelik göstergelerin çoğu 2023 yılının ikinci yarısında bir gerilemeye işaret ediyor. Bankalar özel sektöre sağladığı kredileri kısıtlıyor. Finans sektörüne olan güvenin düşük olması onları daha da muhafazakâr hâle getirebilir. Şirketlerin yatırım planları durgunluk dönemleri dışında hiç bu kadar sönük olmamıştı. Halihazırda gerileyen reel konut fiyatları da her zamanki gecikmelerle 2023 yılı sona ermeden önce tüketici harcamaları üzerinde baskı oluşturmaya başlayacaktır. Toplam talepte beklediğimiz daralma, manşet enflasyonu 2024'ün ikinci çeyreğine kadar Fed'in %2'lik hedefine çok yaklaştıracaktır.

Şekil 2: Ağustos 2022-Şubat 2023 arasında M2 para arzının (para piyasası fonları hariç) ABD karşılıklarındaki değişim



Kaynaklar: Refinitiv Datastream, Allianz Araştırma

ABD para arzındaki rekor daralma, yakın vadede finansman koşulları için felaket anlamına geliyor (Şekil 2). Mart 2022'de tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra, ABD para arzı (M2) 472 milyar USD (veya -%2,2) azalmış ve bu azalma tamamen mevduat tabanının daralmasından (-720 milyar USD) kaynaklanmıştır. Aynı dönemde M1 daha da fazla azalmıştır (-%5,1). İkinci Dünya Savaşı sonrası bu durumla ilk kez karşılaşyoruz. Kredi büyümesi hâlâ devam etse de parasal büyüklüklerdeki bu gerilemelerle birlikte banka kredilerinde önemli bir düşüş kaçınılmaz görünüyor. Kasım 2022'den bu yana yıllıklandırılmış kredi büyümesi +%8,4'e gerilemiştir. Bununla birlikte, kredi kartı ve gayrimenkul kredileri (özellikle ticari gayrimenkul) sırasıyla +%12,3 ve +%16,1'lik yıllık büyüme oranlarıyla hâlâ güçlü bir şekilde artmaya devam etmektedir.

Resesyonun etkilerini hafifletmek için maliye politikasının imdada yetişmesi söz konusu değil.

Pandemi sırasında gevşek mali harcamaların enflasyonu yükselttiğinin anlaşılmasıyla politikacılar arasında mali teşvik iştahı azaldı. Kongre milletvekillerinin borç tavanı krizini çözmek için yaz aylarında mütevazı bir mali sıkılaştırma üzerinde anlaşmasını bekliyoruz. ABD eyaletleri, balon gibi şişen faiz giderleri faturalarının yanı sıra Federal yardımın azalması olasılığını da dikkate alarak mali durumlarını konsolide etmeye çalışacaklardır.

Ekonomik dayanıklılığın (iş gücü piyasasında da) ve inatçı şekilde artan fiyat baskılarının devam etmesi, bankacılık sektöründe artan kırılganlığa rağmen Fed'in şahin modda kalacağı anlamına geliyor. Fed Fonları oranının (FFR) Mayıs ayında %5,25 (hedefin üst bandı) ile zirve yapmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında hızla düşen enflasyon ve zayıflayan ekonomi Fed'in çok sıkı

duruşunu biraz gevşetmesini beraberinde getirebilir: Kasım 2023 Fed Faiz toplantısında (FOMC) 25 baz puanlık bir faiz indiriminin ardından Aralık ayında 50 baz puanlık bir indirim bekliyoruz. Bununla birlikte, %4,5 seviyesindeki FFR çok yüksek ve hâlâ kısıtlayıcı sayılan bir bölgede kalmaya devam edecektir. Faiz oranlarında 2024 yılında daha fazla indirim gidilmesi ve bu döngünün 2024 yılı ortalarında nihai olarak %3,25 oranıyla tamamlanması beklenmektedir.

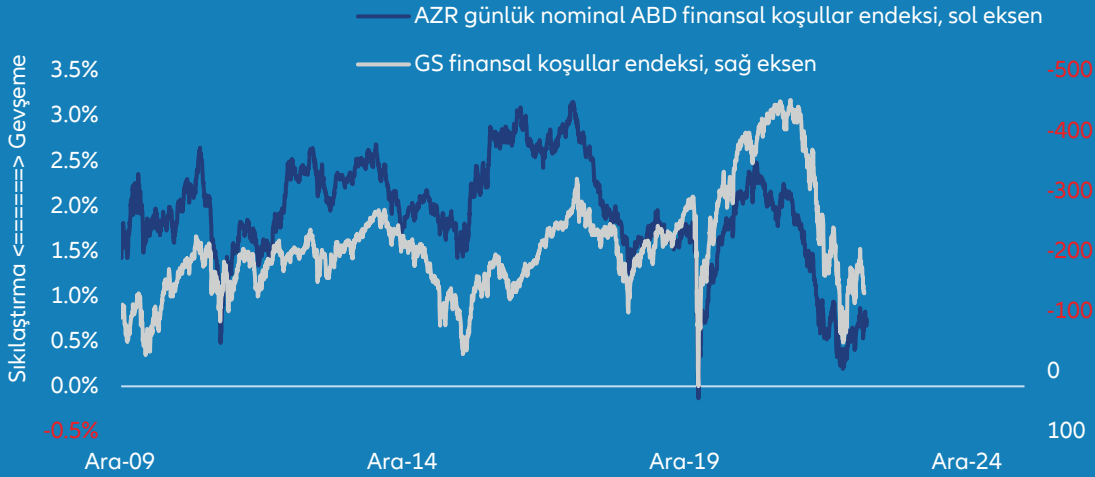
Bankacılık krizi, ipotek kredisi standartlarının daha da sıkılaştırılmasına da neden olduğu için ABD konut piyasasına yönelik aşağı yönlü riskleri güçlendiriyor. Ekonominin faiz oranlarına en duyarlı sektörü olan konut piyasası, 2022 yılı yazından bu yana hızlı bir düzeltme sürecinden geçti. Tipik bir konut krizindeki gibi satışlar ve yeni inşaat başlangıçları düşen ilk domino taşları; konut fiyatları döngünün ilerleyen aşamalarında düşüyor. Yeni, tek hanelik evlerin satışları 2020 yılı yaz sonundaki (yıllıklandırılmış) binlik zirveden Eylül 2022'de 550 binlik dip bir seviyeye geriledi. Mevcut ev satışları ve yeni özel konut başlangıçları henüz aşağı yönlü hareketlerinin sonuna gelmedi. Mevcut evlerin satış işlemlerinin çok geçmeden dibe vurmasını beklerken, yeni konut başlangıçlarındaki gerilemenin daha uzun sürmesini bekliyoruz. Konut yatırımlarının 2023 yılının 3. çeyreğinde en alt seviyeye gerilemesini, ardından sıkı kredi koşulları ve hâlâ yüksek olan mortgage oranları nedeniyle mütevazı bir toparlanma göstermesini bekliyoruz. Emlak fiyatlarına ilişkin ise parasal arzın ve kredi arzının verdiği sinyallere de dayanarak enflasyona göre düzeltilmiş S&P Shiller-Case endeksinin 2023 yılı sonunda Mayıs 2022 zirvesinden yaklaşık -%12 ila -%15 oranında gerileyerek yılı tamamlayacağına dair uzun süredir devam eden tahminimize bağlı kalıyoruz.

Kutu 1: Finansman koşulları endeksi (FKE)

Merkez bankalarının “fiyat ve finansal istikrar arasındaki ikilemi çözme kapasitesi”ne ilişkin mevcut tartışmalar, parasal duruşun finansman koşullarını nasıl etkilediğini ve etkileyeceğini sağlam bir şekilde kavramayı gerektiriyor. Finansman koşulları endeksleri (FKE) bir dizi finansal değişkenin reel ekonomi üzerindeki gecikmeli etkisini ölçer. ABD ekonomisi için, dördü pozitif ağırlığa sahip beş temel finansal göstergenin üstel olarak ağırlıklandırılmış getirilerini harmanlayan kendi FKE'mizi geliştirdik: S&P 500 (iki çeyrek gecikmeli); ICE BofA yüksek getirili tahvil endeksi toplam getirisi (iki çeyrek gecikmeli); iki yıllık UST'nin bir yıllık UST'ye göre toplam getirisi (sekiz çeyrek gecikmeli) ve Federal Rezerv İşlem Hacmi Ağırlıklı Nominal Dolar Endeksi (altı çeyrek gecikmeli). Sonuncusu - petrol (dört çeyrek gecikmeli) - negatif bir katsayıya sahiptir. En küçük gecikme dilimleri - iki çeyrek - tahmin ufkunu belirler. Beş bileşenin her birine verilen ağırlıklar, Ekim 1984'ten (ICE BofA endeksinin yayınlanmaya başlandığı tarih) 2019 yılı sonuna kadar olan zaman içinde her bir bileşenin ABD reel GSYİH'sinin yıllık büyüme oranını tahmin etme kabiliyetini en üst düzeye çıkaran ağırlık olarak belirlenir. FKE'miz son yıllarda Goldman Sachs FKE'sine çok benzer şekilde davranmıştır (Kutu 1, Şekil 1).

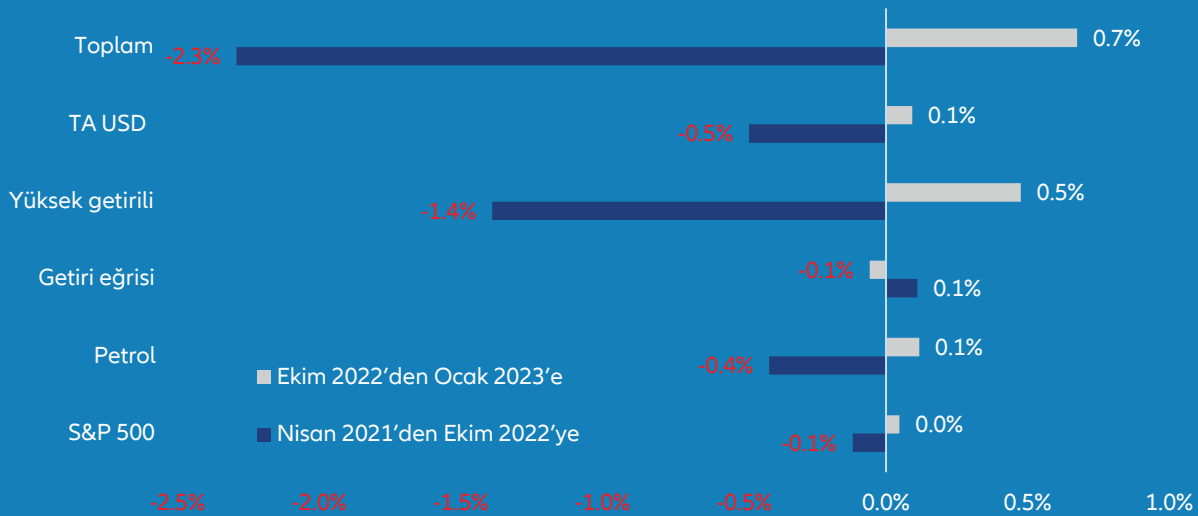
Hem parasal gevşeme hem de sıkılaştırma dönemlerinde, yüksek getirili şirket tahvillerinin getirisinin finansman koşullarındaki değişikliklerin temel itici gücü olduğunu, bunu petrol ve ticaret ağırlıklı doların izlediğini görüyoruz (Kutu 1, Şekil 2). Şu anki +%0,8 seviyesiyle FCI'mız tarihi düşük seviyelere çok yakındır: Daha düşük okumaların sıklığı sadece %6,5'tir.

Kutu 1, Şekil 1: Finansman koşulları endeksi (FKE)



Kaynaklar: Goldman Sachs, Refinitiv, Allianz Araştırma

Kutu 1, Şekil 2: ABD - finansal koşullar endeksinin ayrıştırılması



Kaynaklar: Goldman Sachs, Refinitiv, Allianz Araştırma

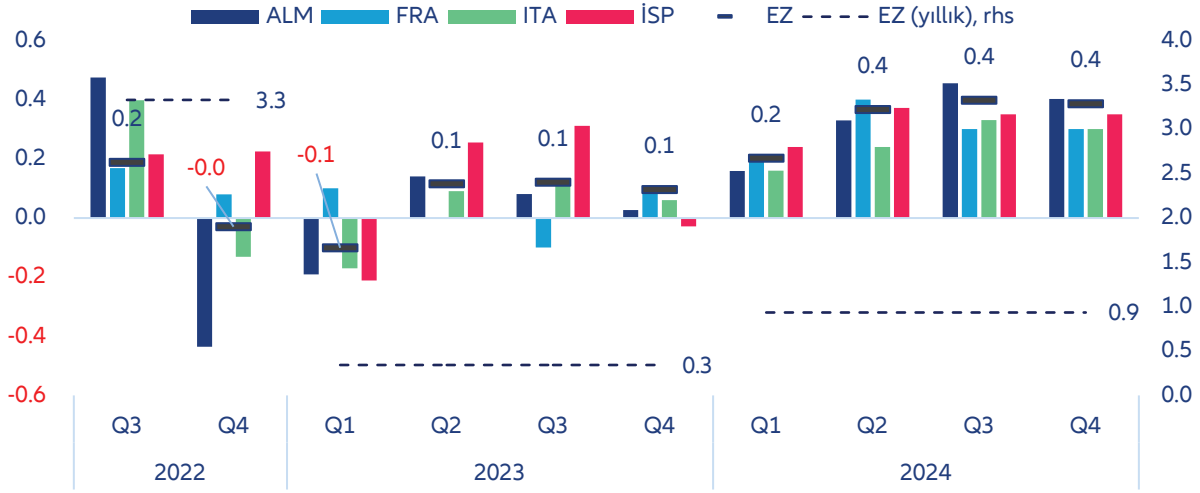


Fotograf: Markus Spieske, Unsplash

Euro Bölgesi: durgunluk devam ediyor

Arz yönlü sorunlar yavaş yavaş azalsa da Euro Bölgesi ekonomisi, finansman koşullarının hâlâ sıkı olması nedeniyle yüksek enflasyonla mücadeleye devam ediyor. Zayıf tüketim ve yatırım dinamiklerinin yanı sıra zorlu dış ortam ve son dönemde finans sektöründe yaşanan çalkantılar nedeniyle azalan güven, mevcut gerilemenin arkasındaki temel etkenlerdir. Tedarik zinciri sorunlarının hafiflemesine bağlı olarak üretimde bir miktar toparlanma olsa da azalan siparişler ve sanayi sektöründen gelmeye devam eden olumsuz anket yanıtları üretime dair daha zayıf yönde beklentilere işaret etmektedir. Hizmetler sektöründe, son dönemdeki talep ve ileriye yönelik talep beklentileri az da olsa Şubat ayında zayıflamıştır.

Şekil 3: Euro Bölgesi: reel GSYİH büyümesi (çeyreklik bazda yıllıklandırılmış)

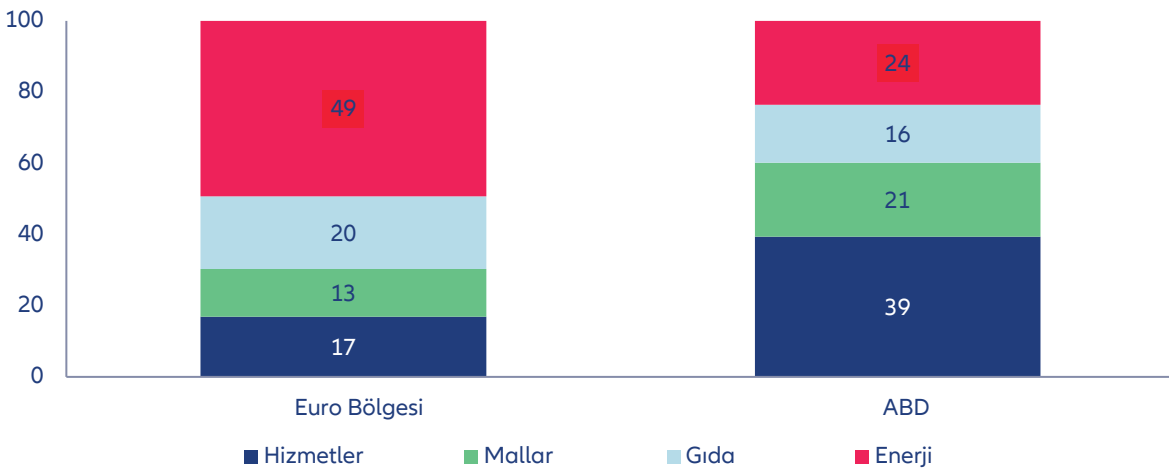


Kaynaklar: Refinitiv Datastream, Allianz Araştırma

Yıllık ortalama büyümenin bu yıl sadece +%0,3 olmasını, ardından gelecek yıl sıfır bir toparlanmayla +%0,9'a çıkmasını bekliyoruz (Şekil 3). Bu, Ukrayna'daki savaşın ve yüksek enflasyon oranlarının tüketim ve yatırım üzerindeki etkisinin 2022 yılının son çeyreğinden çok daha önce başlayacağını varsayan 2022'nin 4. çeyreğindeki son tahminimize göre yukarı yönlü bir revizyon anlamına geliyor. 2023 yılının ilk çeyreği, tahminimizdeki gerilemenin en alt noktasının görüldüğü dönem oldu. Tüketiciler, hayat pahalılığı ve yükselen faiz oranları nedeniyle önümüzdeki aylarda temkinli olmaya devam edecektir. Nispeten sıkı iş gücü piyasası ve birikmiş tasarruf fazlası, şimdiye kadar

ekonomik yavaşlamanın olumsuz etkilerini hafifletmeye yardımcı oldu. Aynı faktörler hanehalkı gelire ve tüketimine de ılımlı bir destek sağlayacaktır. Bankacılık sektöründe halihazırda yaşanan stres banka kredilerinin azalması yoluyla büyüme üzerinde baskı yaratacaktır. Kredi büyümesi ve bankaların kredi koşulları arasındaki tarihsel ilişkiyi finansman koşulları endeksimiz ile karşılaştırdığımızda, bankacılık sektöründeki mevcut gerilimlerin reel GSYİH seviyesinde %0,2'ye ulaşabilecek potansiyel bir olumsuz etki yarattığını görüyoruz bu da büyüme üzerinde yönetilebilir bir yoldan çıkışa işaret ediyor.

Şekil 4: Euro Bölgesi ve ABD: manşet enflasyonun bileşimi (y/y %)



Kaynaklar: Refinitiv Verileri, Allianz Araştırma. Not: Tahminler, her bir enflasyon bileşeni için çeyreklik frekansta yıllık logaritmik farklara dayanmaktadır (yani, fark içinde fark yaklaşımı)

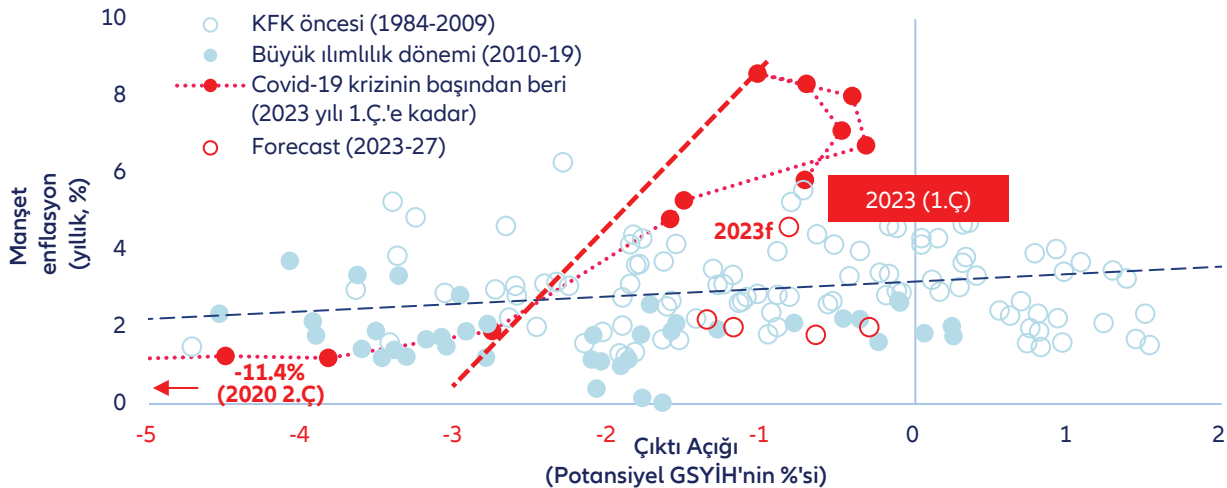
Enflasyon, büyük ölçüde enerji maliyetlerini sınırlamayı amaçlayan hükümet destekleri nedeniyle son aylarda yavaşlamış olsa da fiyat baskıları bu yılın ilk yarısında güçlü kalmaya devam edecek.

Hükümetlerin yüksek elektrik maliyetlerinin etkisini hafifletmek için harcamaları daha da artırmasını bekliyoruz. Ancak yetersiz önlemler enflasyondaki düşüşü yavaşlatabileceğinden dikkatli olunacaktır. Yıllık enflasyon geçen yıla kıyasla hâlâ %8'in üzerinde seyrediyor, bu oran AMB'nin fiyat istikrarı hedefi olan %2'nin dört katından fazla. Ocak ayında %8.6 olan manşet enflasyon Şubat ayında hafif bir düşüşle %8.5'e geriledi. (Almanya, Fransa ve İspanya'daki artışlar İtalya ve bazı küçük ülkelerdeki düşüşlerle dengelendi.) Ancak enerji enflasyonu önümüzdeki çeyreklerde, güçlü dezenflasyonist baz etkiler nedeniyle hızla düşecek ve

bu yıl toplam enflasyonun %10'undan azını temsil edecek. (Şekil 4) Enerji ve gıda enflasyonu için baz etkileri, özellikle fiyatların geçen yılın sonlarına doğru tutulduğu ülkelerde, giderek daha güçlü hale geliyor.

Fiyat baskıları ürün ve hizmetlere ("çekirdek enflasyon") kayıyor. Satış fiyatı beklentileri ürün ve hizmetler arasında net bir ayrışma gösteriyor ve bu da çekirdek enflasyon gelişmeleri için kilit önem taşıyor. Tedarik zinciri sorunlarının hafiflemesi ve enerji maliyetlerinin düşmesi girdi fiyatlarındaki artışın hız kesmesine neden olduğundan ürün fiyatları beklentileri göstergesinde güçlü bir düşüş görüyoruz. Hizmet beklentileri daha yüksek ve artan ücret maliyetlerinden daha fazla etkileniyor. Manşet enflasyonun bu yıl ortalama %5,6, gelecek yıl ise %2,6 olmasını bekliyoruz.

Şekil 5: Euro Bölgesi - Çıktı Açığı & Enflasyon

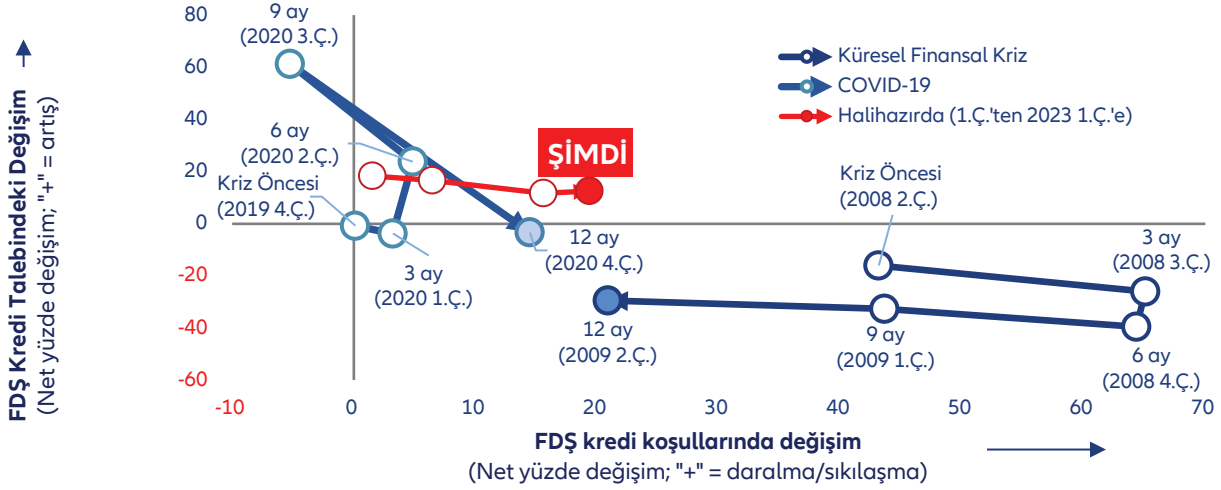


Kaynaklar: IMF, Refinitiv Verileri, Allianz Araştırma

Düşen enerji enflasyonuna rağmen, enflasyona yönelik negatif arz şoku para politikası için hâlâ zorlu bir ortam yaratıyor. Büyümenin yavaşladığı dönemlerde enflasyonun düşmesi tabii ki "ilahi bir tesadüf" değil. Yani, AMB'nin politika faizi patikasında toplam talebi aşırı yavaşlatmayacak ileriye dönük bir rehberlik oluşturması gerekiyor (daha sıkı finansman koşullarının ekonomik etkisinin önemli ölçüde gecikmeli olarak ortaya çıktığı da dikkate alınır...) (Şekil 5 ve 6) Buna ek olarak, ABD'deki son banka iflaslarının Avrupa'ya etkilerine ilişkin finansal istikrar endişeleri AMB'nin ileriye dönük parasal duruşunu muhtemelen etkileyecektir.

Bununla birlikte, Şubat ayında çekirdek enflasyonda görülen artış, AMB Yönetim Konseyi'nin önemli faiz artışlarına hâlâ ihtiyaç duyulduğu yönündeki inancını güçlendirecektir. Son toplantıda yapılan 50 baz puanlık artışın ardından, Mayıs ve Haziran aylarında 25 baz puanlık iki artış daha yapılacağını ve nihai faiz oranının %3,5 olacağını tahmin ediyoruz. 2024 yılının ilk çeyreğine kadar durgun seyredecek büyümeye rağmen AMB 2023 yılında da sıkı para politikası duruşunu sürdürecektir.

Şekil 6: AMB bankalar kredi anketi



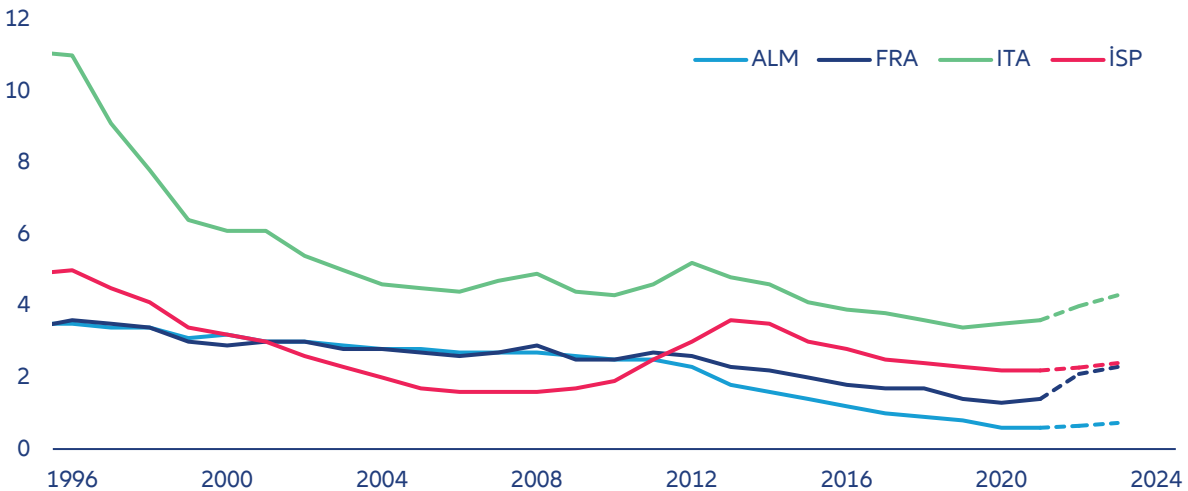
Kaynaklar: ECB, Allianz Araştırma. Not: FDŞ=Finans Dışı sektörlerdeki Şirketler

AMB faiz oranlarını artırmaya devam ettikçe, Euro Bölgesi hükümetleri üzerinde mali baskılar artıyor.

Kamu borç yükleri, finansman maliyetlerinin uygun olduğu yılların ardından 2022 yılında büyük ölçüde arttı ve 2023-24'te de artmaya devam edecek. (Şekil 7) Borç yönetimine yönelik kurumlar tarafından sağlanan ve giderek uzayan vadeler (dört büyük ekonomide ağırlıklı ortalama vade sekiz yıl civarında) sayesinde borcu çevirebilme/döndürebilme riskleri azalmış olsa da borç sürdürülebilirliği gündemde kalmaya devam edecektir. Artan politika faizlerinin ve AMB'nin parasal sıkılaştırmasının birleşik etkisinin orta vadeli borç dinamiklerini olumsuz etkileyeceğini ve 2030 yılına kadar borç servis maliyetlerinde Almanya'da GSYİH'nin %0,7'si, Fransa'da %1,1'i, İspanya'da %1,2'si ve İtalya'da %1,6'sı oranında bir artışa yol açacağını tahmin ediyoruz.

Hükümet bütçeleri ve mali konsolidasyon yöntemleri yakından incelenecek. Üç yıldır devam eden cömert kamu sektörü desteğinin ardından tüm büyük Euro Bölgesi ekonomilerinde mali konsolidasyonun ancak yavaş yavaş ve kademeli olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Dahası, daha yüksek borçlanma maliyetleri, İtalya gibi daha kırılgan Euro Bölgesi ekonomilerinin ülke spreadlerinin artmasıyla piyasalarda ayırışma risklerinin artmasına da yol açabilir. Bu durum, bankacılık sistemindeki mevcut çalkantılar ve büyük miktarda iç borçlanma senedine sahip bazı kredi sağlayıcılarının ulusal faiz oranlarına karşı çok hassas oldukları göz önüne alındığında, devlet-banka bağlantısına ilişkin endişelerin güçlü bir şekilde yeniden teyit edildiği bir dönemde özellikle önemli.

Şekil 7: Kamu borç yükü (% GSYİH)



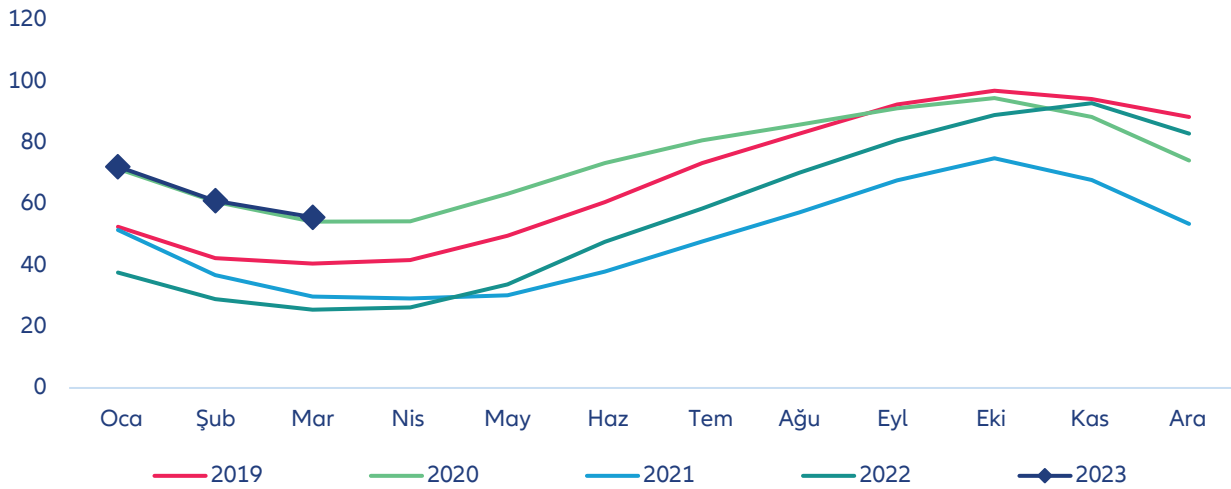
Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Petrol ürünleri ithalatına getirilen yasağın yürürlüğe girmesiyle birlikte AB'nin Şubat 2023 itibariyle Rus petrolüne erişimi kesildi. AB artık sadece Uzhgorod boru hattı (Ukrayna üzerinden) ve Türk Akımı ("normal" gaz ithalatının yaklaşık %15-20'si) yoluyla bir miktar Rus gazı ithal etmektedir. (Şekil 8) Rus LPG'si Şubat ayında AB'nin LPG ithalatının %20'sini oluşturdu. 2022 yılında AB gaz tüketimini yaklaşık %20 oranında azaltmayı başardı ve özellikle yavaşlayan ekonomik ivme kurumsal tarafta da tüketimin azalmasına yol açacağından, bu düşüşün 2023 yılında da sürdürülebileceğine inanıyoruz. 2023 yılının 3. çeyreğinden itibaren en büyük belirsizlik hava durumundan kaynaklanmaya devam edecek. Nitekim Avrupa'da soğuk geçen aylar, hanehalklarının tüketim alışkanlıklarını büyük ölçüde değiştirmedini gösterdi. Genel olarak, 2023 yılında Avrupa'da enerji açığının büyük ölçüde sabit kalmasını bekliyoruz. Doğalgaz fiyatları ve toptan elektrik fiyatları 2022 yılının sonlarında tırmandığı zirvelerden oldukça keskin düşüşler sergiledi. Ancak, kış mevsiminin sona ermesi ve kita genelinde gaz depolarının görece yüksek

seviyelerde dolu olması nedeniyle piyasaların rahavete kapıldığını düşünüyoruz.

Tüm Avrupa ülkeleri depolarını doldurmak zorunda kaldığında ve talep birden patladığında mali konsolidasyon merceğ altında olduğu için piyasalarda fiyatlar değişecek ve ortalama 75 EUR/MWh'e yakın olacaktır. Üç yıldır devam eden cömert kamu sektörü desteğinin ardından tüm büyük Euro Bölgesi ekonomilerinde mali konsolidasyonun ancak yavaş yavaş ve kademeli olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Dahası, daha yüksek borçlanma maliyetleri, İtalya gibi daha kırılgan Euro Bölgesi ekonomilerinin ülke spreadlerinin artmasıyla piyasalarda ayrışma risklerinin artmasına da yol açabilir. Bu durum, bankacılık sistemindeki mevcut çalkantılar ve büyük miktarda iç borçlanma senedine sahip bazı kredi sağlayıcılarının ulusal faiz oranlarına karşı çok hassas oldukları göz önüne alındığında, devlet-banka bağlantısına ilişkin endişelerin güçlü bir şekilde yeniden teyit edildiği bir dönemde özellikle önemlidir.

Şekil 8: AB gaz depolama seviyeleri, 2019-2023 (%)



Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Kutu 2: Merkez bankası ikilemi - fiyat istikrarına karşı finansal istikrar

Hem ABD Merkez Bankası hem de daha az ölçüde AMB için finansal istikrar endişeleri, önümüzdeki birkaç ay içinde politika faizlerini belirlerken enflasyon ve büyüme arasında zaten zor olan dengeyi daha da karmaşık hale getirebilir. Çekirdek enflasyon giderek daha ısrarcı hale gelirken faiz artırımlarına devam mı etmeliler yoksa fiyat istikrarı yerine finansal istikrara mı öncelik vermeliler? Her halükârda, yavaşlayan talep merkez bankalarının daha dikkatli hareket etmesine neden olacak kadar dezenflasyonist olmadığı sürece enflasyonla mücadelenin uzaması muhtemel.

Fed, iki temel hedefi olan finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasında sıkışmış zor bir pozisyonda. Fiyat baskıları inatçı bir şekilde yüksek seyretmeye devam ediyor ve son Şubat ayı TÜFE raporu çekirdek fiyatlardaki aylık artış hızının yavaşlamadığını gösteriyor. (2021 yılı ortasından bu yana aylık +%0,5 olan ortalama ile uyumlu) Öte yandan, düşük tahvil faizleri ve Fed'in potansiyel likidite enjeksiyonu (bankalar için yeni vadeli fonlama programı ve mevcut ters repo faaliyetleri yoluyla) finansal koşulları rahatlatılabilir. Finansman koşullarının gevşetilmesi, Fed'in enflasyonu hedefe geri getirme amacını zorlaştırabilir, kredibilitesini zayıflatabilir ve potansiyel olarak daha oynak ve daha yüksek enflasyon beklentilerine yol açabilir.

Kısa vadeli tahviller için getiri beklentilerinin düşmesiyle Fed parasal duruşunu biraz gevşetmiş olsa da finansman koşulları genel olarak fazla değişmedi. SVB fiyaskosundan bu yana, çeşitli finansman koşulları endeksleri (FKE) ile ölçülen ABD finansal koşulları çok fazla değişiklik göstermedi: düşük hisse senedi fiyatları ve daha düşük kredi spreadleri, düşen tahvil getirileri ile büyük ölçüde dengelendi. Bununla birlikte, piyasalar Fed'in faiz artırımına yönelik beklentilerini de düşürdüğünden, Fed'in duruşu belirgin bir şekilde gevşemiştir.

Ancak, SVB olayı büyük olasılıkla kredi arzını daha da azaltacak, talebi sıkıştırarak ve Fed'in enflasyonu düşürmesine yardımcı olacaktır. En son Kıdemli Kredi Yetkilisi Görüş Anketi (2022 4. Çeyrek), tüm ürün türlerinde kredi standartlarında belirgin bir sıkılaşıma olduğunu göstermiştir. Konut piyasasında, yeni ipotek kredilerindeki gerileme, gayrimenkul fiyatlarındaki artışın daha da düşeceğine ve hanehalkı tüketimi üzerinde olası olumsuz servet etkilerine işaret etmektedir. ABD bankalarının, sermayelerini korumak ve likidite tamponları oluşturmak için kredi standartlarını daha da sıkılaştırması muhtemeldir.

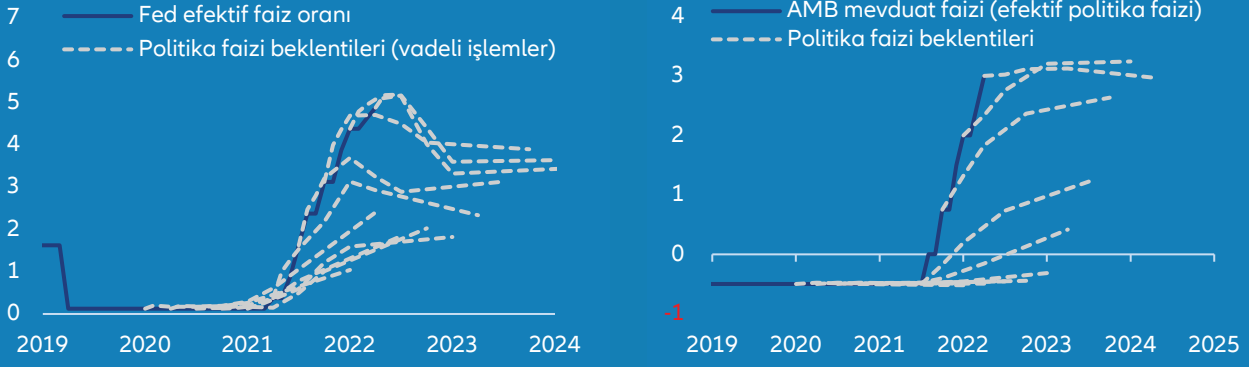
Finansal istikrara ilişkin hususlar AMB için politika faizi kararlarını verirken daha az bağlayıcıdır. AMB potansiyel piyasa streslerini takip edecektir ancak bir sonraki politika faizi hamleleri için Fed'e kıyasla daha az kısıtlanmış durumdadır. Avrupa bankaları emsallerine göre daha düşük değerlemelere sahip olmakla birlikte daha likittir, daha az aktif-pasif uyumsuzluğuna sahiptir ve merkez bankasında 3 trilyon Euro'dan fazla likidite ("fazla likidite") tutmaktadır ve fonlama streslerinin ortaya çıkması halinde merkez bankası parasına erişmek için kullanılabilir ipoteksiz varlıkların payı hâlâ yüksektir. Sonuç olarak, Avrupa'da tahvillerini zorunlu olarak satmak zorunda kalacak çok satıcı olması pek olası değildir. Bununla birlikte, likidite sıkıntısı çeken bazı küçük/bireysel bankalar olabilir ve vadeye kadar elde tutulacak varlıklar piyasa değerlerine yansımamıştır (gerçekleşmemiş zararlar sermayeye dahil edilmez).

Ancak parasal birlik içinde risk paylaşımı ve ahlaki tehlike konusundaki endişelerin daha fazla olması nedeniyle, ABD ile karşılaştırıldığında, AMB finansal istikrar endişelerinin ortaya çıkması halinde düzeltici önlemler sunmakta zorlanacaktır. Örneğin, AMB'nin, bankalardan (merkez bankası parasına erişim için) nominal değer üzerinden teminat kabul etmesi (ABD'de olduğu gibi) çok zor olacaktır. Teminat çerçevesinde risk azaltımı, teminatın piyasa değerinden değerlenmesini ve ardından varlığın riskiyle ilgili ilave katsayıların uygulanmasını gerektirmektedir. Ancak AMB, kredi taleplerinin (2020 ve 2021'de AMB'de kullanılan teminatlardaki artışın %41'ini oluşturmaktadır) kabul edilmesine yönelik daha fazla esneklik sunabilir, teminat katsayılarını düşürebilir ve/veya uygun teminat havuzunu genişletebilir. Böyle bir tedbir, bankalara daha sağlam bir fon kaynağı sağlamak için en az bir ay süreli yeni, uzun vadeli refinansman operasyonları (LTRO'lar) ile birlikte daha etkili olacaktır.

Bu aynı zamanda Kasım 2022'de hedeflenen uzun vadeli refinansman operasyonu (TLTRO) borç verme koşullarında ve rezerv ödemelerinde yapılan bazı değişikliklerin, erken geri ödemeleri ve vadesi gelen TLTRO'ları geciktirmek için azaltılmasını da içerebilir. Bu da para arzı ve fazla likiditede düşüşünü yavaşlatacaktır. Tahminlerimize göre, TLTRO'nun mevcut (ve beklenen) hızının yavaşlatılması, kredi büyümesindeki potansiyel düşüşü yaklaşık dörtte bir oranında azaltacaktır.

Piyasalar, çok geç ve çok agresif olana kadar para politikası patikasının nasıl olacağını tam olarak kestiremedi. Merkez bankası tepkilerindeki keskin değişimler ve son derece dalgalı ortam, üç ayın üzerindeki ufuklar için resmi faiz oranı hareketlerini tahmin etmek söz konusu olduğunda piyasaların kafasını karıştırdı. Merkez bankalarının bundan sonra ne yapacağını tahmin etmek her zaman zor olsa da faiz artışlarının hızı ve büyüklüğünü kestirmenin zor olması bu döngüyü özellikle zorlaştırıyor. Tarihe baktığımızda, piyasa fiyatlamasında artış döngülerinden daha fazla yanılmanın yaşandığı tek durumun acil kesintiler öncesi olduğunu görüyoruz.

Kutu 2, Şekil 1: Piyasa temelli politika faizi beklentileri - Fed (solda), ECB (sağda)



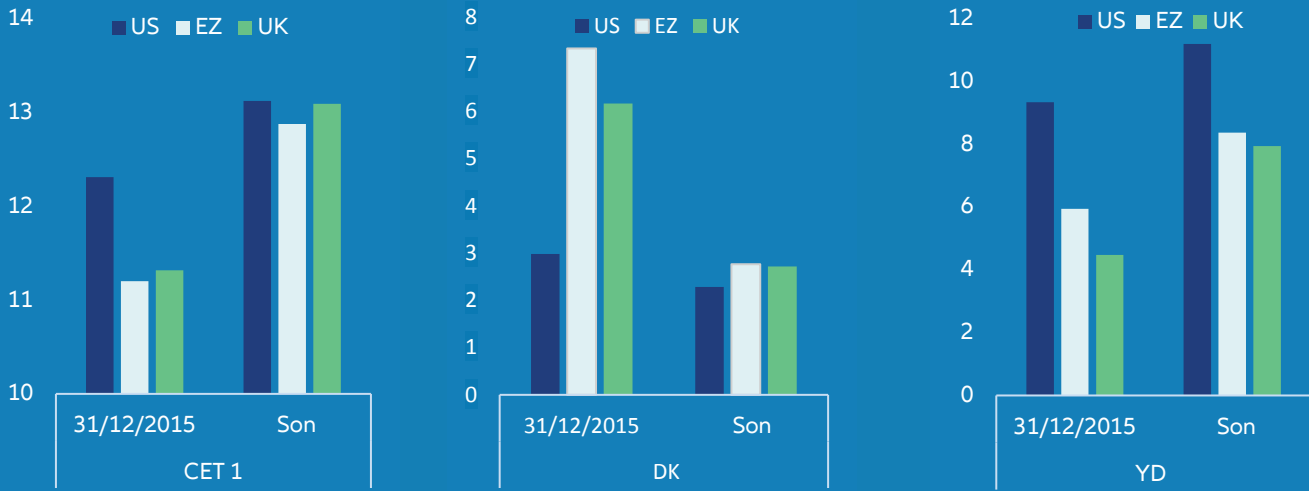
Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma



Kutu 3: Avrupa bankacılık sektöründe mevcut durum

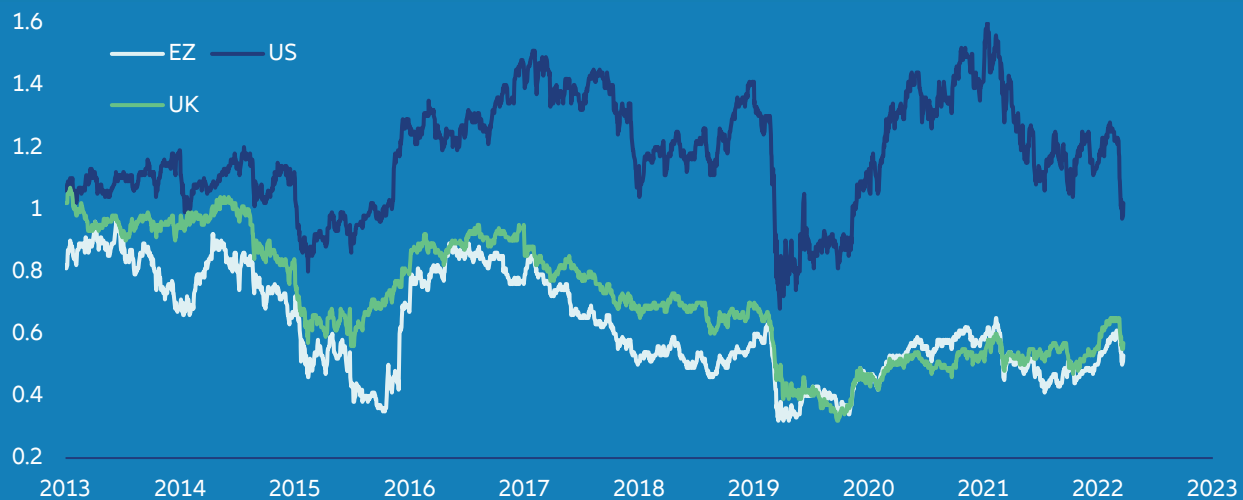
Avrupa bankacılık sektörünün son on yılda önemli ölçüde iyileşmesi SVB'nin olayının potansiyel yayılma etkilerinin sınırlı kalmasına yardımcı oldu. Toplam varlıkları bölge GSYİH'sinin %80'ine tekabül eden en büyük Euro Bölgesi bankalarına odaklandığımızda, daha iyi ve daha tutarlı düzenleme ve denetim sayesinde sektörün bugün 2015 yılına kıyasla çok daha iyi durumda olduğunu görüyoruz (Kutu 3, Şekil 1). Donuk kredilerin (DK) toplam krediler içindeki payı %3'ünün altına düşerken (eskiden %7'den fazlaydı), çekirdek sermaye (CET1) oranı 2 puandan fazla artmıştır (ve şimdi ABD'deki bankaların sermaye oranına yaklaşmaktadır). Likidite de iyileşmiş, likidite karşılama oranı (LCR) 2015'teki %125 seviyesinden 2022'de %150'ye yükselerek yasal asgâri oran olan %100'ün çok üzerine çıkmıştır. Bununla birlikte, büyük ABD bankaları ortalama olarak hâlâ daha kârlıdır ve daha yüksek özkaynak kârlılığı (RoE) daha yüksek fiyat defter değeri (PtB) oranını da beraberinde getirmektedir (Kutu 3, Şekil 2). Örneklem kapsamımızı daha küçük bankaları da içerecek şekilde genişlettiğimizde, Avrupa bankaları genel olarak daha güçlü görünmektedir (Kutu 3, Şekil 3).

Kutu 3, Şekil 1: Seçilmiş bankacılık sektörü finansal sağlamlık göstergeleri: sermaye yeterliliği, donuk krediler ve kârlılık



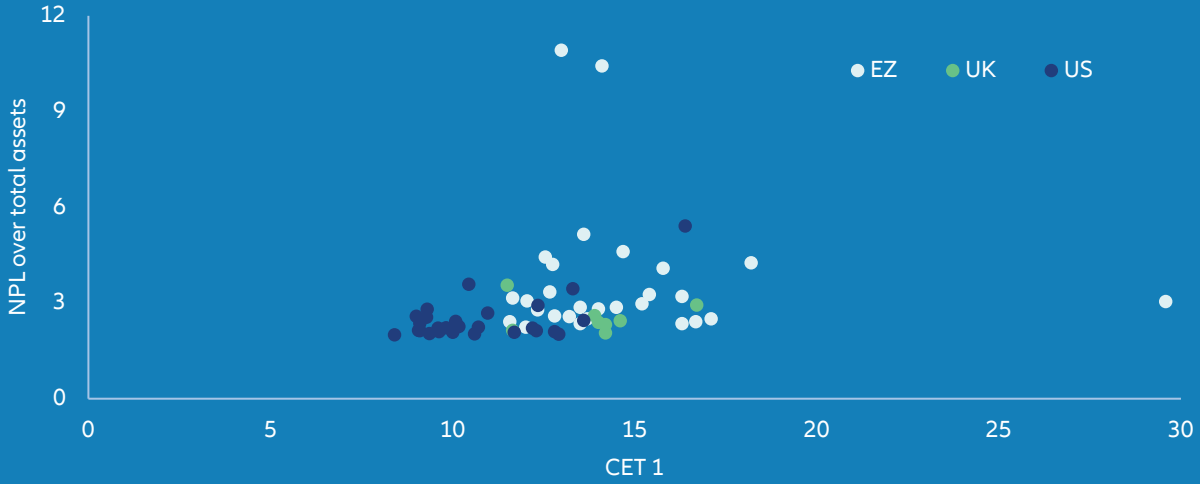
Kaynaklar: Refinitiv Verileri, Allianz Araştırma. Not: Örneklem, her ülkede/bölgede G-SIB (küresel, sistemik olarak önemli bankalar) olarak tanımlanan tüm bankaları kapsamaktadır; CET1=çekirdek sermaye Tier 1 oranı; NPL=takipteki/donuk kredi oranı; ROE=özkaynak getirisi.

Kutu 3, Şekil 2: Bankacılık sektörü: fiyat-defter değeri oranı (21 Mart 2023)



Kaynaklar: Refinitiv, Allianz Araştırma

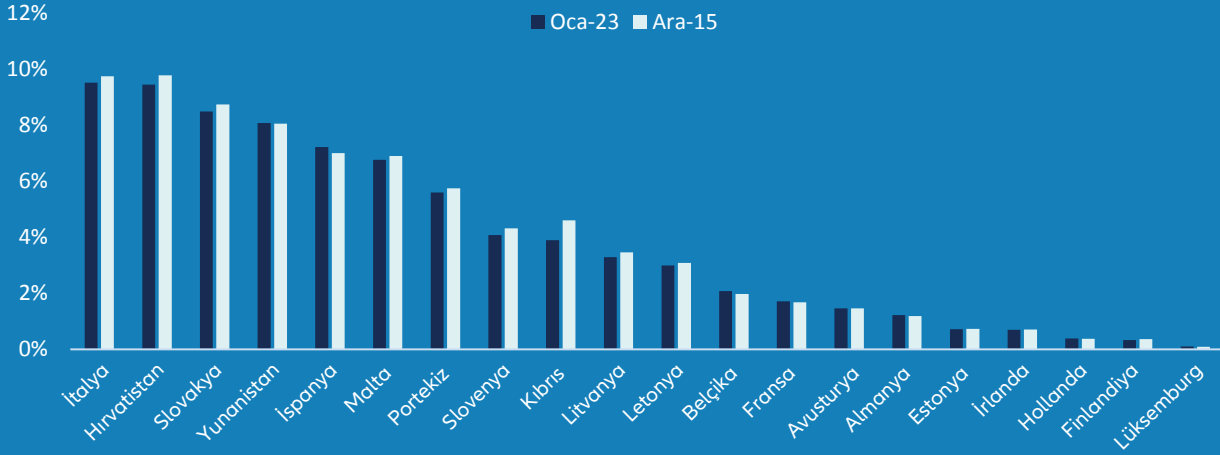
Kutu 3, Şekil 3: Euro Bölgesi bankacılık sektörü: varlık kalitesi ve kapitalizasyon



Kaynaklar: Refinitiv, Allianz Araştırma. Not: Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Yunanistan ve İrlanda'dan bankalar Euro Bölgesi örneğine dahildir.

Avrupa bankacılık sektörünün son on yılda önemli ölçüde iyileşmesi SVB'nin olayının potansiyel yayılma etkilerinin sınırlı kalmasına yardımcı oldu. Toplam varlıkları bölge GSYİH'sinin %80'ine tekabül eden en büyük Euro Bölgesi bankalarına odaklandığımızda, daha iyi ve daha tutarlı düzenleme ve denetim sayesinde sektörün bugün 2015 yılına kıyasla çok daha iyi durumda olduğunu görüyoruz

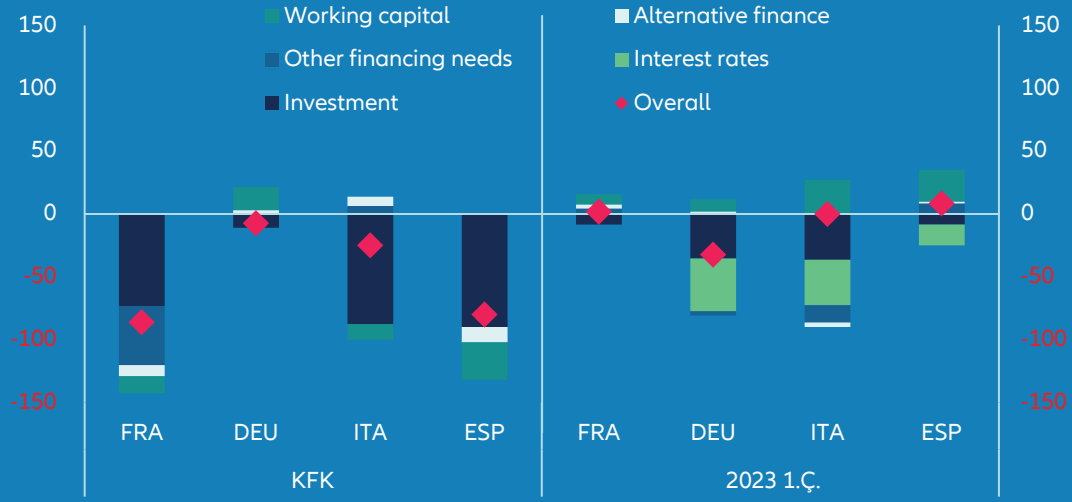
Kutu 3, Şekil 4: Euro Bölgesi bankacılık sektörü: varlık kalitesi ve kapitalizasyon



Kaynaklar: AMB, Allianz Araştırma

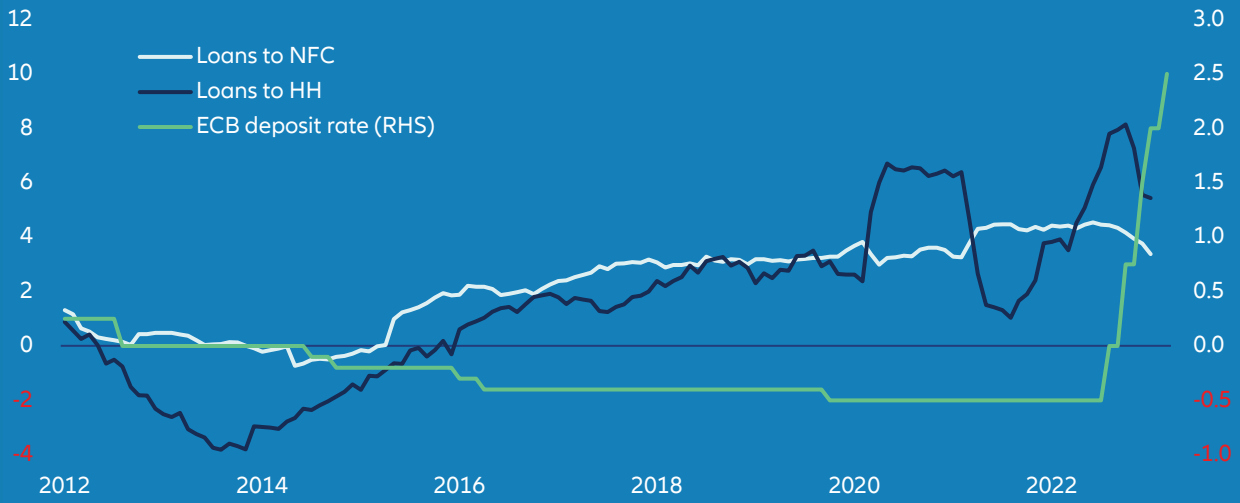
Bankacılık sistemindeki mevcut kargaşa sektör üzerindeki baskıyı daha da artırmaktadır. Kötüleşen para ve kredi dinamikleri, AMB'nin politika artışlarının gerçekten işe yaradığını ve durumun potansiyel olarak daha da kötüleşebileceğini gösteriyor. 2022 yılı Ocak ayı itibarıyla para arzı ve özel sektöre verilen kredilerin yıllık büyümesi önemli ölçüde yavaşlamış, toplam M2 para arzı yıllık artışı keskin bir düşüşle %3,5'e gerilemiş ve finansal olmayan şirketlere verilen krediler önemli ölçüde azalmıştır. Yatırım kararlarını etkileyen uzun süreli belirsizlik ve yüksek faiz oranları, firmaların ve hanehalklarının borçlanmasını açıkça etkilemiştir. Ocak ayı sonunda yayınlanan son AMB bankacılık sektörü kredi anketi, yüksek faiz oranları, azalan tüketici güveni ve konut piyasası beklentilerinin kötüleşmesi nedeniyle geçen yılın 4. çeyreğinde konut kredilerine yönelik net talepte rekor bir düşüş olduğunu teyit etmiştir. Buna paralel olarak, kredi koşulları da önemli ölçüde sıkılaşmıştır. İşletmelere verilen krediler için kredi standartları da sıkılaşmış ve firmaların kredi talebi 2021 yılı başından bu yana ilk kez azalmış, artan faiz oranları temel bir faktör olarak belirtilmiştir. (Kutu 3, Şekil 4 ve 5)

Kutu 3, Şekil 5: Euro Bölgesi - Banka Kredileri Anketi: Finans sektörü dışındaki şirketlerin kredi talebini etkileyen faktörler



Kaynaklar: AMB, Allianz Araştırma

Kutu 3, Şekil 6: Euro Bölgesi - AMB politika faizi ve yıllık kredi büyümesi (%)



Kaynaklar: AMB, Allianz Araştırma



Fotograf: Annie Spratt, Unsplash

Çin: Ticari faaliyetlerin yeniden başlaması işe yarıyor, ancak riskler devam ediyor

Çin ekonomisinin görünümü iyileşti. Covid-19 önlemlerinin gevşetilmesi ve ticari faaliyetlerin yeniden başlaması beklenenden daha erken ve daha hızlı gerçekleşti. 2023 yılı Şubat ayı itibarıyla ulusal kentsel hareketlilik yıllık +%11,8'e yükseldi (2022'nin son çeyreğinde -%9 ve Ocak ayında -%8'den sonra) ve mevsimsellik hesaba katıldığında pandemi öncesi ortalamayı bile aştı. Bu ilk coşkulu iyimserlik evresinin çok uzun süreceğini düşünmüyoruz, ancak yüksek frekanslı göstergeler en azından yurt içinde tüketici davranışlarında normalleşmeye işaret ediyor. (Mart ayının ilk yarısında yıllık +%3,2'lik hareketlilik) Bu da bu yılın Çin ekonomisi için tüketici öncülüğünde bir toparlanma getireceği anlamına geliyor: Reel GSYİH'nin 2023'te +%5,0 (2022'de +%3,0'ın ardından), 2024'te ise +%4,8 büyümesini bekliyoruz.

2023 yılı için nispeten temkinli bir tahmin yapmamızın nedeni devam eden kırılganlıklar olsa da revizyon riskleri muhtemelen yukarı yönlü olacaktır. 2023 yılı için bizim yıllık büyüme tahminimiz +%5,0 iken konsensüs büyüme tahmini +%5,3 ve resmi hedef "yaklaşık %5'lik" muhafazakâr bir orandır. (hükümet kendine rahatça ulaşılabilir GSYİH hedefleri koyma eğilimindedir) Toparlanmanın ana itici gücü olan özel tüketimin 2023 yılında +%8,2 oranında artmasını bekliyoruz. (karşılaştırmak gerekirse Covid sonrası bir başka yıl olan 2021'de +%12,3'tü) Ticari faaliyetlerin yeniden başladığı ilk aşamalarda bir miktar intikam harcaması gerçekleşebilir ama tüketici harcamalarındaki toparlanmayı zayıflatabilecek üç faktör olduğunu düşünüyoruz: (1) işgücü piyasasının henüz normale dönmemiş olması (işsizlik oranı Şubat ayında %5,6'ya

yükseldi, salgın öncesi ortalama %5,1'di); (2) tasarruf fazlasının diğer Covid sonrası dönemlerdeki kadar yüksek olmaması (3,4 trilyon RMB, yani 2023 yılı tahmini nominal GSYİH'nin %2,7'si); (3) gayrimenkul sektörü istikrar kazanıyor olsa da güçlü bir trend dönüşü beklenmemesi. Daha spesifik olarak, politika tedbirleri konut satışlarını desteklediği için konut fiyatlarındaki düşüşün durması muhtemel, ancak yetkililer muhtemelen hâlâ gayrimenkul geliştiricileri arasında bir miktar konsolidasyon hedefliyor. Yani, gayrimenkul geliştiricileri arasında küçük çaplı daha fazla iflas görülebilir.

Çinli yetkililer yapısal sorunların da üstesinden gelmeye çalıştığından daha az politika desteği söz konusu. Mali kanada bakıldığında, yerel yönetim özel tahvillerinin yeni ihracı için hedef bu yıl beklenenden daha düşük bir seviye olan 3,8 trilyon RMB olarak belirlendi. Hükümet muhtemelen bütçe açığı azaltmayı hedeflediği için bu durum, altyapı yatırımlarının hızının ılımlı devam edeceğine işaret

ediyor. Para politikası cephesinde, bazı sektörlerle ve firmalara (örneğin KOBİ'ler) özel olarak sağlanan destekle birlikte, bu yıl gevşeme eğiliminin korunması muhtemel.

Bu yıl politika faiz oranlarında (LPR'ler) artık geniş tabanlı bir değişiklik beklemiyoruz. Çin Merkez Bankası'nın 17 Mart'ta (27 Mart'tan itibaren geçerli olmak üzere) RRR'de 25bps'lik bir indirim açıklaması küçük bir sürpriz oldu ve muhtemelen bu, yetkililerin piyasa duyarlılığını destekleme isteğini vurguluyor. (2023 yılı için muhafazakâr olan büyüme hedefi ve yurtdışında bankacılık sektöründe yaşanan stres bağlamında) Yakın zamanda açıklanan kurumsal reformlar ve bu kapsamda kurulan Merkezi Finans Komisyonu ve Merkezi Bilim ve Teknoloji Komisyonu Çinli yetkililerin de uzun vadeye odaklandığını açıkça gösteriyor. Bu durum, finans sektörü ve teknolojik inovasyona yönelik daha fazla baskı ve gözetim uygulayacağına işaret ediyor.





Gelişmekte olan piyasalar: tehlike sinyalleri geçmedi

Gelişmekte olan piyasalar (GOÜ) henüz tehlikeyi atlatmış değil. Yüksek enflasyonun gecikmeli etkileri, daha sıkı para politikası ve küresel finansman koşullarının etkileri geriden geldiğinden, GOÜ'lerde ekonomik büyüme 2023 yılında yavaşlayacaktır. Geniş tabanlı bir müşteri kitlesine sahip emtia ihracatçıları (örneğin Brezilya, Kamerun, Fildişi Sahili) ve potansiyel bazı petrol üreticileri (Angola, Kolombiya, Suudi Arabistan) fiyat artışları yavaşlamış olsa da 2023 yılındaki mevcut döngüden yine de yarar sağlayacaktır ancak özel/spesifik emtia ihracatçıları (örneğin Şili, Güney Afrika) değişen talep ve üretim kısıtları nedeniyle zorluk çekebilir. Çin tahminlerimize yönelik yukarı yönlü riskler, özellikle diğer Asya pazarlarında özellikle Çin'in dışa dönük turizminin yeniden başlamasıyla Güneydoğu Asya'da bir miktar olumlu etki yaratabilir, ancak GOÜ'lerin başka yerlerinde bu etki daha az olacaktır. Bu etki daha çok Çin'in iç piyasasıyla da sınırlı kalabilir.

Çoğu GOÜ'de enflasyon – sınırlı şekilde gerileyeceğinden ve ısrarcı olmaya devam edeceğinden – merkez bankalarının hedef aralığının üzerinde kalacak ve para politikası için manevra alanı 2023-2024 yıllarında sınırlı kalmaya devam edecek. Latin Amerika ve Gelişmekte Olan Avrupa'daki çoğu merkez bankası faiz oranlarını daha uzun süre yüksek/yüksek tutmaya devam edecek. Asya'da da yılın ikinci yarısında birkaç artış daha bekleniyor.(Çoğunda 2023 sonuna doğru kademeli bir dönüşten önce) Afrika'daki tablo daha karışık. Sıkıntılı ekonomiler için (örn. Mısır, Kenya, Nijerya) muhtemelen daha fazla faiz artırımına ihtiyaç var. Diğerlerinde 2023 yılının sonlarına doğru dönüş olabilir. (örn: Gana, Güney Afrika) Fed faiz oranlarında aşağı yönlü bir ayarlama teorik olarak GOÜ'ler için bir miktar rahatlama sağlayacak olsa da (daha zayıf bir ABD doları ve faiz indirimleri için bir miktar alan sağladığı için), söz konusu aşağı yönlü ayarlamaların bankacılık sektöründe yaşanan streten kaynaklanması, likidite sıkıntılarını tetikleyerek yerel bankacılık sektörlerine yayılmaya ve tam tersi bir etkiye neden olabilir.

Emtia ithalatçıları başta olmak üzere çoğu GOÜ'de alınan salgına yönelik kamu maliyesini zorlayan destek önlemleri ve önemli ölçüde artan finansman maliyetleri mali alanda da çok manevra alanı bırakmadı. 2023 yılında gelişmekte olan ekonomilerin yanı sıra daha büyük GOÜ'ler arasında da kamu borcu sıkıntılarını büyük ihtimalle daha da artacaktır.

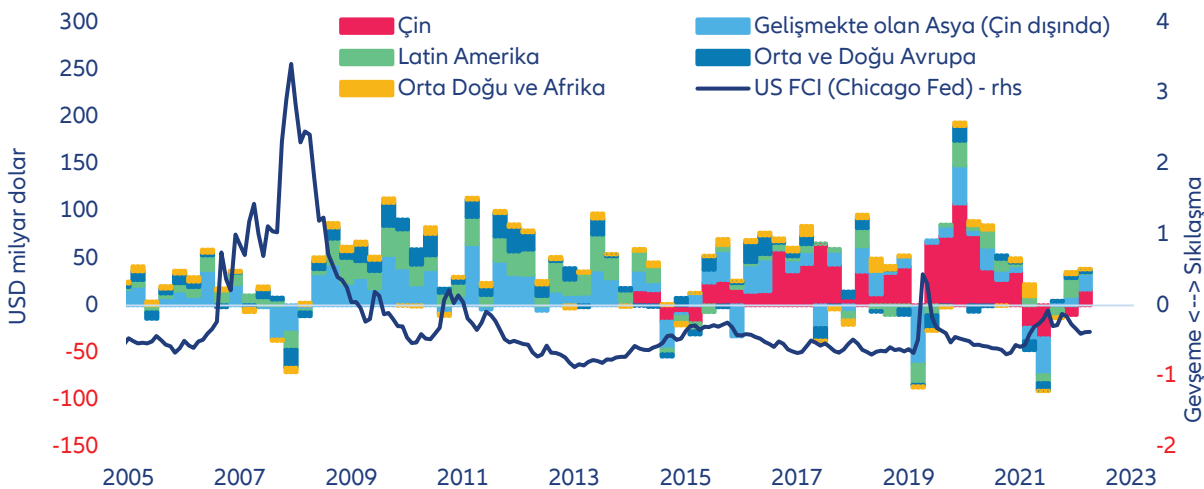
İkili taraflı alacaklılar ve borç hafifletmeye yönelik inisiyatifler için beklenenden daha uzun süren müzakerelerin yanı sıra birçok düşük ve orta gelirli ekonomide uzun süreler alacak yeniden yapılandırma süreçleri, yeniden finansman maliyetlerini artıracak ve yatırım akışlarını sınırlandıracaktır.

Tablo 3: Temel Zorluklar

Temel Zorluklar	
GO Asya (Çin dışında)	Çin hariç GO Asya'da büyüme 2022 yılında +%5,8'den sonra 2023'te +%5,6'ya gerileyecektir. Karşılaştırmak gerekirse 2010'lardaki ortalama +%8.0 idi. İhracatçı ve iş çevrimlerine hassas ekonomiler (örneğin Güney Kore, Tayvan) nispeten daha büyük bir düşüş görebilir.
	Bölgenin çoğunu etkileyen aşağı yönlü faktörler; yüksek faiz oranları ve enflasyon (diğer bölgelere göre daha düşük olsa da) gibi. İç talep neredeyse tüm pazarlarda yavaşlamaya hazırlanıyor (Hindistan ve Endonezya biraz daha dirençli). Dünyanın diğer bölgelerine kıyasla daha düşük ödeme dengesi (ÖD) riski; Malezya, Endonezya ve Filipinler, EM Asya'nın büyük ekonomileri arasında nispeten daha fazla riske maruz. Pakistan ve Sri Lanka 2022 yılı borç endişelerini ancak yavaş yavaş geride bırakacak. Tayland'da 2023 yılında (Mayıs) ve Tayvan'da (Ocak), Endonezya'da (Şubat) ve Hindistan'da (Mayıs) 2024 yılında seçimler yapılması planlanmaktadır. Özellikle ABD-Çin gerginliğinin gölgesinde jeopolitik gerilimler devam edecektir (ancak açık bir çatışma olasılığı düşüktür)
	Stagflasyon korkusu henüz ortadan kalkmış değil, zira bu yıl ekonomik faaliyetlerde belirgin bir yavaşlama olmasını (her ne kadar ilk çeyrekte görünüm biraz iyilemiş olsa da) ve enflasyonun ısrarcı olmaya devam etmesini bekliyoruz. Sınırlı para ve maliye politikası alanı, ODA politika yapıcılarını doğru politika karışımını ve iyi politika iletişimini bulmaya zorluyor. Büyük ikiz açıklar 2023 yılında sıkı para ve maliye politikası duruşu gerektiriyor. Sıkı küresel likidite koşulları, ısrarcı enflasyon, hızlı ücret artışı ve yenilenen kur oynaklığı potansiyeli nedeniyle sıkı para politikası devam edecek. Finansman maliyetleri artarken, kamu maliyesi salgınla başa çıkmak için alınan önlemler nedeniyle hala gerilmiş durumda. Macaristan ve Romanya'da BoP krizi baş göstermeye devam ediyor ve Türkiye'de de yolda. 2023/2024 kışında bir enerji krizi göz ardı edilemez. 2023 yılında Türkiye'de (Mayıs, cumhurbaşkanlığı ve milletvekili) ve Polonya'da (Kasım, milletvekili) seçimlerin yapılacağı, seçim öncesi politika hatalarına yer açıyor.
Gelişmekte olan Avrupa	2023'te ekonomik büyümenin geçen yıla göre önemli ölçüde zayıflaması bekleniyor. Enflasyon 2022 yılının ikinci yarısında zirve yaptıktan sonra ılımlı bir seyir izleyebilir, ancak 2023 yılı boyunca hedefin üzerinde kalması beklenmektedir. Manşet enflasyon düşüş eğiliminde olsa da çekirdek ve hizmet enflasyonundaki ilerleme çok daha yavaş olmuştur. Hedefin üzerinde enflasyonun devam etmesi, çıpalanmamış enflasyon beklentileri, politika belirsizlikleri ve siyasi risk primleri (örn. Peru, Şili, Kolombiya) nedeniyle 2023'ün ikinci yarısında faiz indirimlerine çok alan kalmıyor.
	Makro-finansal koşullardan kaynaklanan baskılar, düşük büyüme, yüksek ithalat maliyetleri ve sıkı likidite ortamında ortaya çıkmaya devam etmektedir. Bazı ekonomiler, gıda tedarik seçeneklerinin kısıtlı olması, çarpık enerji piyasaları ve zayıf mali ve parasal alan nedeniyle hayat pahalılığı kriziyle boğuşmaktadır. Ortalama para politikası faiz oranının bir yıl önceki ortalama %8,6'ya kıyasla 2023 yılı ortalarında bölge genelinde %11,5 civarında olacağı tahmin ediliyor. Afrika'nın ilk üç ekonomisi arasında iş dünyasının güvenini ve büyümeyi yeniden tesis etmek zorlu bir süreç olmaya devam ediyor. Afrika'nın GSYİH'sinin neredeyse yarısını temsil eden Nijerya, Mısır ve Güney Afrika için kurumsal güç, likidite ve borç sürdürülebilirliği çetrefilli konular olmaya devam ediyor. Nijerya'daki seçim sonuçları, tarihteki en düşük katılım nedeniyle net bir yetki belirlemedi. Merkez bankası da ticarettaki yapısal dengesizliklerden kaynaklanan uzun süreli enflasyon (Şubat ayında %22) nedeniyle kredibilite sorunları ve nakit sıkıntısıyla boğuşuyor. Rusya'nın Ukrayna'yı işgalini takip eden bir yıl içinde Mısır'da gıda fiyatları, küresel gıda fiyatlarındaki ılımlı seyre rağmen %62 oranında artmıştır. Likidite krizi sterlinde ciddi bir değer kaybına ve ısrarcı bir enflasyona neden oldu (Şubat ayında yıllık %32; 2023'te ortalama %24 olacağını tahmin ediyoruz). IMF programına rağmen Mart ayında devlet tahvili faizleri 1Y vadede %23'e ulaştı. Program kapsamındaki reformlar kısa vadeli beklentiler üzerinde baskı yaratabilirken, Körfez'in dört bir yanından kredi verenler ülkenin stratejik varlıkları (Süveyş Kanalı dahil) üzerinde daha fazla kaldıraç elde etmeye çalışabilir. Enerji yoğun madencilik ve imalat sektörlerindeki üretim, stokları azaltma, siyasi istikrarsızlık, artan güvensizlik ve mali konsolidasyon çabaları nedeniyle hala salgın öncesi seviyelerin altında olduğundan, Güney Afrika için ufukta bu yıl da ekonomik durgunluk görünüyor. (+%0,7).
Latin Amerika	
Afrika	

Piyasalar her gelişmenin olumlu yanını bulmaya çalışsa da GOÜ'ler bu yıl zorlu bir yıl geçirecek. Çin ekonomisinde ticari faaliyetlere beklenenden erken start verilmesi ve Avrupa ile ABD'de beklenenden iyi gelen ekonomik veriler yatırımcıların risk iştahını artırdı. Böylece, GOÜ'ler yılın başında portföy girişlerinde bir artış gördü. Ancak, zorluklar devam ediyor. (Şekil 9) Yatırımcılar, enflasyonun yanı sıra ABD bankacılık sektöründeki çalkantıları ve bu durumun potansiyel yayılma etkisine bağlı olarak ABD faiz oranlarının izleyeceği yolu kestirmeye çalışırken, küresel finansal ortamın 2023 yılında oldukça dalgalı olmasını bekliyoruz. Zira, finansal sistemdeki son olaylar riskli varlıklarda bir düzeltmeye yol açarken yatırımcıların Fed'den beklentilerini faiz oranları için daha düşük bir seviyeye doğru yeniden ayarlamalarına neden olmuştur. GOÜ'ler üzerindeki etkiler iki yönlü olmuştur, spreadler genişlemiş ancak ABD faizlerindeki ayarlamalar, getiriler üzerindeki genel etkiyi hafifletmiştir. Fed'in para politikası duruşunda bir gevşeme olsa bile, küresel finansal sistem, sonuçları henüz ortaya çıkmaya başlayan ani bir sıkılaşma ile karşı karşıya kalmıştır ve bu sıkılaşma; paniğin sisteme yayılması, bankalar arası kredileri tüketmesi ve GOÜ'ler söz konusu olduğunda yabancı sermayenin güvenli liman arayışıyla ülkeyi terk etmesi durumunda daha da artabilir. Yatırımcıların, mevcut finansal sıkıntının gelişmekte olan daha zayıf ekonomilerdeki potansiyel yansımalarını yeniden değerlendirmesiyle Kasım 2022'den bu yana portföy girişleri şeklinde olan eğilimlerde tersine bir dönüş gerçekleşebilir. (yüksek frekanslı veriler Çin dışında kötüleşmeye işaret ediyor) Gelişmiş ekonomilerde merkez bankası swap hatlarının yeniden açılması güven verici olduğu kadar durumun ne kadar tehlikeli hale geldiğini de gösteriyor.

Şekil 9: Gelişmekte olan piyasalar - yabancı portföyler



Kaynaklar: IIF, Refinitiv Verileri, Allianz Araştırma. Not: Aylık veriler çeyrek bazda toplulaştırılmıştır, son ay Şubat 2023. Farklı ülkeler verileri farklı gecikmelerle raporlamaktadır, ancak raporlayanların büyüklüğü nedeniyle en son veriler hâlâ temsilidir.

Çoğu GOÜ'de enflasyon, sınırlı şekilde gerileyeceğinden ve ısrarcı olmaya devam edeceğinden merkez bankalarının hedef aralığının üzerinde kalacak ve para politikası için manevra alanı 2023-2024 yıllarında sınırlı kalmaya devam edecek. Latin Amerika ve Gelişmekte Olan Avrupa'daki çoğu merkez bankası faiz oranlarını daha uzun süre yüksek/yüksek tutmaya devam edecek. Asya'da da yılın ikinci yarısında birkaç artış daha bekleniyor, çoğunda 2023 sonuna doğru kademeli bir dönüşten önce... Afrika'daki tablo daha karışık. Sıkıntılı ekonomiler için (örn. Mısır, Kenya, Nijerya) muhtemelen daha fazla faiz artırımına ihtiyaç var. Diğerlerinde 2023 yılının sonlarına doğru dönüş olabilir (örn. Gana, Güney Afrika). Fed faiz oranlarında aşağı yönlü bir ayarlama teorik olarak GOÜ'ler için bir miktar rahatlatma sağlayacak olsa da (daha zayıf bir ABD doları ve faiz indirimleri için bir miktar alan sağladığı için) söz konusu aşağı yönlü ayarlamaların bankacılık sektöründe yaşanan stresten kaynaklanması likidite sıkıntılarını tetikleyerek yerel bankacılık sektörlerine yayılmaya ve tam tersi bir etkiye neden olabilir.

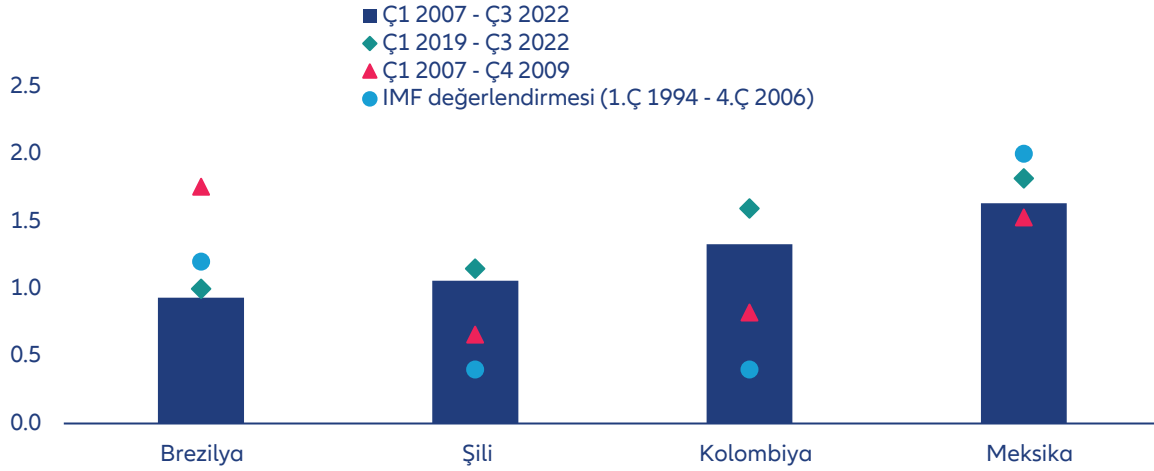
Emtia ithalatçıları başta olmak üzere çoğu GOÜ'de alınan salgına yönelik kamu maliyesini zorlayan destek önlemleri ve önemli ölçüde artan finansman maliyetleri mali alanda da çok manevra alanı bırakmadı. 2023 yılında gelişmekte olan ekonomilerin yanı sıra daha büyük GOÜ'ler arasında da kamu borcu sıkıntıları büyük ihtimalle daha da artacaktır. İkili taraflı alacaklılar ve borç hafifletmeye yönelik inisiyatifler için beklenenden daha uzun süren müzakerelerin yanı sıra birçok düşük ve orta gelirli ekonomide uzun süreler alacak yeniden yapılandırma süreçleri, yeniden finansman maliyetlerini artıracak ve yatırım akışlarını sınırlandıracaktır.

Piyasada beklentilerin kısa vadede iyileşmesini ve özellikle yüksek faiz arbitrajlı para birimlerine sahip gelişmekte olan piyasaları desteklemesini bekliyoruz.

Ancak, piyasadaki yükselişin geçici olması muhtemel. Yılın ikinci yarısında, (i) ABD'de yaklaşan resesyon, (ii) Çin ekonomik büyümesinde olası bir hayal kırıklığı (büyüme tahminlerimiz konsensüsün altında) ve (iii) Avrupa'da doğalgaz yeterliliğine ilişkin belirsizlikler (enerji krizi radardan çıksa da henüz bitmedi) göz önüne alındığında, yatırımcıların odaklarını enflasyondan büyümeye kaydırmasını bekliyoruz. Küresel büyümeye ilişkin belirsizlik büyük ihtimalle riskli varlıklar üzerinde baskı yaratacaktır. Gelişmekte olan piyasalar arasında özellikle Latin Amerika ekonomileri, ABD ile olan yakın ekonomik ve finansal bağları nedeniyle kırılganlık sergileyebilir.

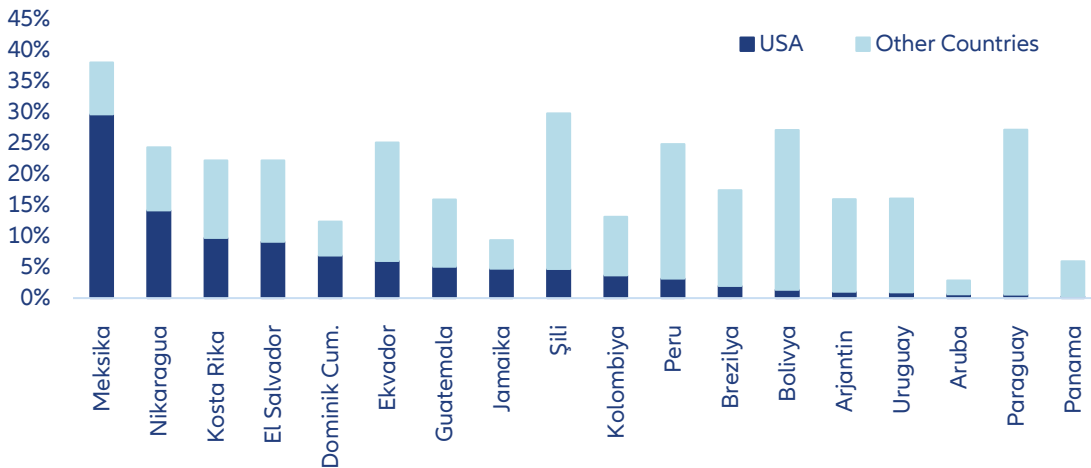
ABD'deki büyüme şokunun etkisi bölgede ortalamaya bakıldığında birebir hissedilecektir. Elbette, farklı ekonomik özellikler nedeniyle şokun etkileri ülkeden ülkeye önemli farklılıklar gösterecektir. (Şekil 10) Bölgenin başlıca ekonomileriyle ABD'nin büyümesi arasındaki ilişkiyi anlamak için yaptığımız kaba bir tahmin, ABD ekonomisinde olumsuz bir şok durumunda Meksika'nın (coğrafi yakınlığı ve ihracat bağımlılığıyla açıklanabilecek şekilde) en çok etkilenen ülke olacağına işaret etmektedir; Meksika, ABD'nin başlıca ticaret ortakları arasındadır. (Şekil 11) Güney Amerika ekonomileri de ABD ile ticaret bağlantıları sınırlı olsa da böyle bir şokun küresel büyüme ve emtia fiyatları üzerindeki olumsuz etkilerinden dolayı durumdan etkilenecektir. Orta Amerika'nın ihracatının büyük bir kısmı da ABD'ye gitmektedir. Ancak bu ülkelerin ihracat pazarı tabanı daha geniş ve çeşitlidir. ABD'deki göçmen işçilerin ülkelerine yolladıkları paralar da bu resimde önemli bir rol oynamaktadır.

Şekil 10: Latam-4: ABD döngüsü ve büyüme esneklikleri



Kaynaklar: IMF, Refinitiv, Allianz Araştırma. Not: IMF tahminleri Österholm ve Zettelmeyer'e (2008) dayanmaktadır.

Şekil 11: Latin Amerika: varış noktasına göre ihracat (% GSYİH, 2021)

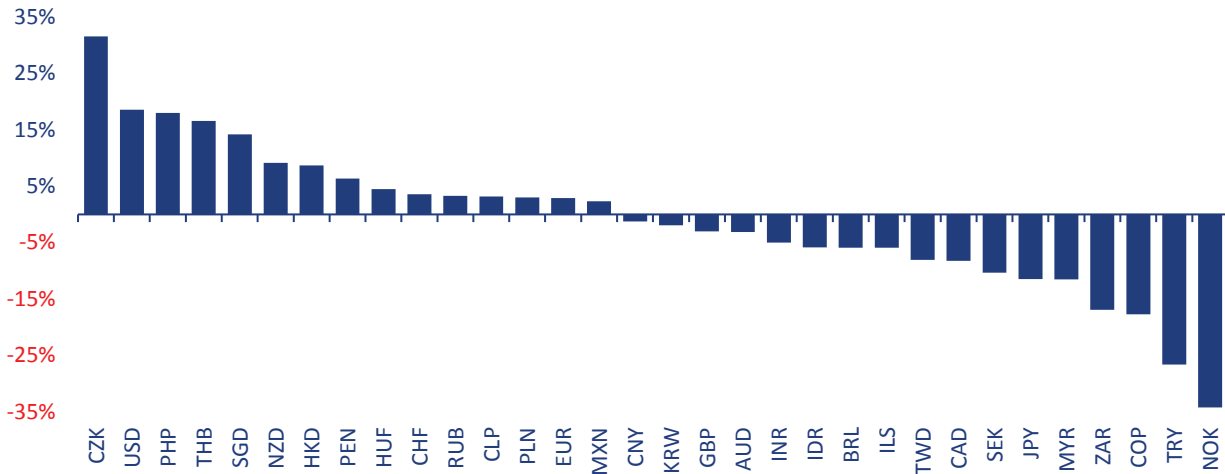


Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

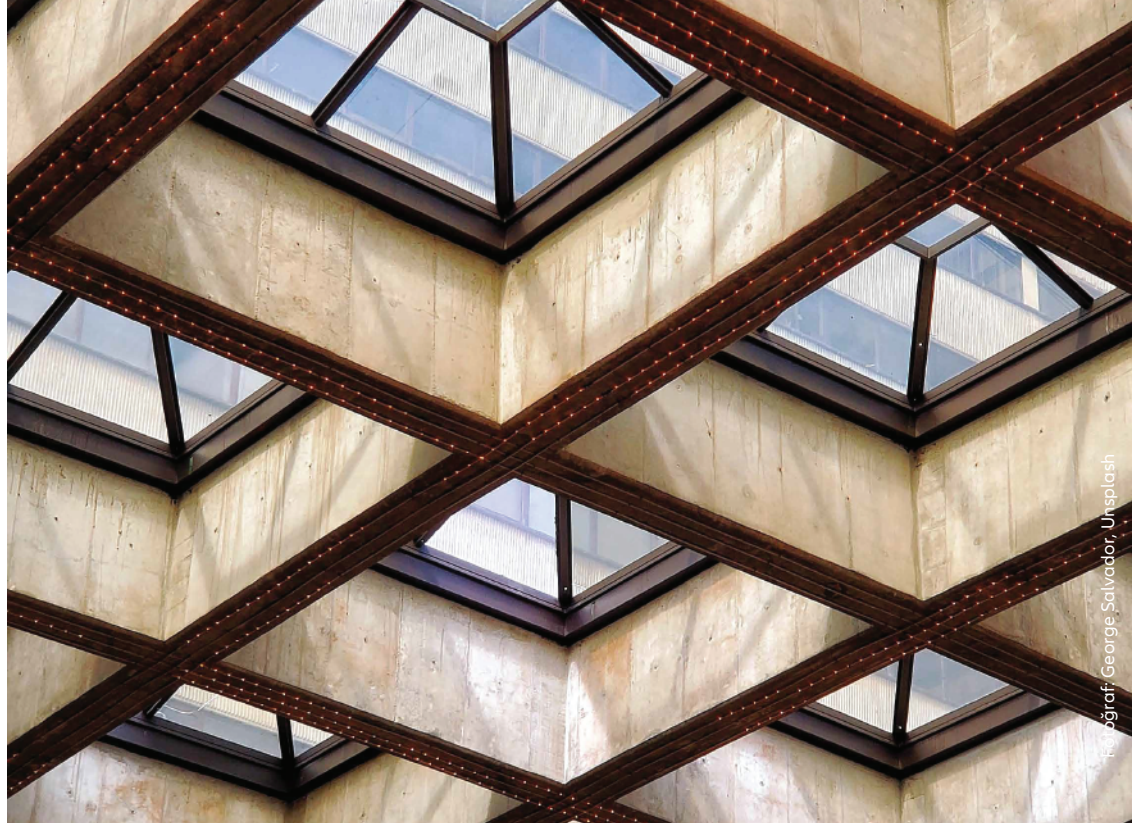
Yabancı portföy akımlarına yönelik yıl başında hissedilen iyimserlik de tersine dönüyor; aşağı yönlü riskler ağır basıyor. Yıl başındaki risk iştahı, GOÜ para birimlerinin, özellikle de (Çin’de ticari faaliyetlere yeniden izin verilmesinin beklenenden erken ve hızlı gerçekleşmesi ve emtia fiyatlarındaki tırmanışın da desteklemesiyle) Latin Amerika (Latam) blokundakilerin değerlenmesini destekledi. ABD ekonomik verilerinin beklenenden daha güçlü gelmesi ve küresel finansal istikrara ilişkin son endişeler ABD dolarını destekledi, ancak Şili pezosu (CLP) ve Kolombiya pezosu (COP) hâlâ yılın en iyi performans gösterenleri – büyük ölçüde komşularını sonradan yakalamaları nedeniyle. Kısa vadede, Fed’in hâlâ şahin ancak daha temkinli olması ve küresel finansal istikrar risklerinin sınırlı kalması GOÜ para birimlerini destekleyecektir. Özellikle, hizmet sektörleri yoğun olanlar, Çin’de ekonomik ve ticari faaliyetlerin yeniden başlamasından yararlananlar ve yüksek arbitrajlı para birimlerine sahip olanlar başta olmak üzere...

Belirli risklerin ortadan kalkması da GOÜ’lerde yerel para biriminin değer kazanmasını destekleyecektir. (Yeni hükümet tarafından açıklanacak yeni mali kuralın destekleyeceği Brezilya Reali (BRL) örneğinde olduğu gibi) Tersi ise değer artışlarını sınırlayacaktır. (Şili’de Mayıs/Haziran aylarında yeni anayasa taslağının hazırlanması örneğinde olduğu gibi yüksek siyasi risklerin devam etmesi ya da Peru’da devam eden siyasi belirsizlik gibi) Kolombiya pesosunun da daha fazla değer kazanma potansiyeli var (modellerimiz para biriminin son derece ucuz olduğunu gösteriyor), ancak hükümetin piyasalarda güveni yeniden tesis etmesi gerekiyor. Yurt dışı senaryoların karmaşıklaşmış riskten kaçınmayı artıracak yılın ikinci yarısında, gelişmekte olan para birimleri için görünüm genel olarak daha kasvetli (USD pozitif). Daha sağlam makroekonomik temellere ve daha az dış riske sahip ülkeler bundan fayda sağlayacaktır. Örneğin, yüksek faiz oranları nedeniyle Brezilya.

Şekil 12: Latin Amerika: varış noktasına göre ihracat (% GSYİH, 2021)



Kaynak: Allianz Araştırma, Mart 2023. Satın Alma Gücü Paritesi (PPP), Davranışsal Denge Döviz Kuru (BEER), Temel Denge Döviz Kuru (FEER) modelleri (ticaret ağırlıklı bazlı). Her para birimi için, daha büyük hatalara sahip modeller cezalandırılır.



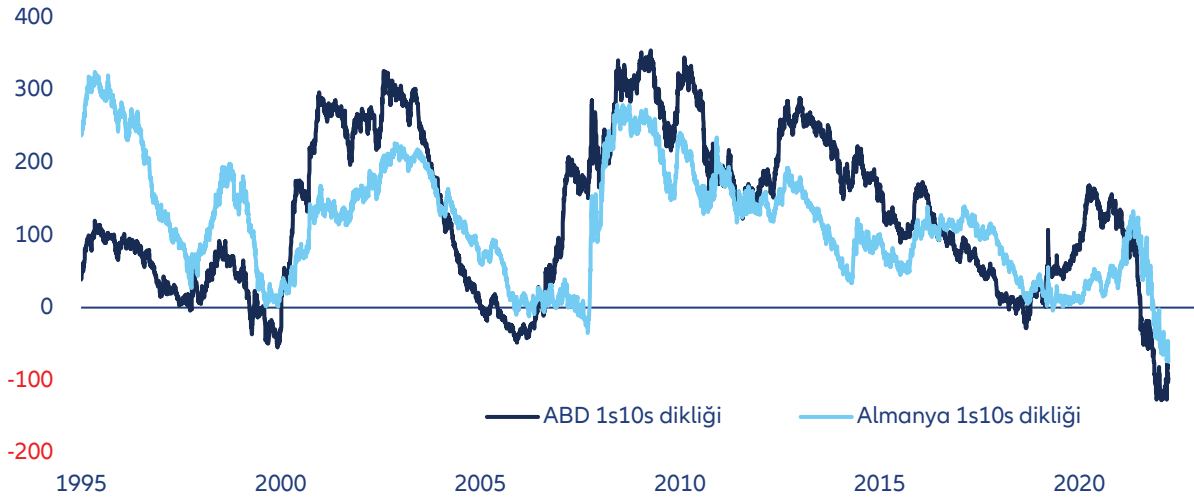
Sermaye piyasaları: yine bankalar!

Belirsizliğe saplanan piyasalar dümensiz bir gemi gibi yol almaya devam edecek. Yıl başında sağlanan kayda değer performansın ardından, istikrara kavuşma yolunda piyasalar özellikle Şubat ve Mart aylarında tökezledi. Para politikası gelişmelerine ilişkin değişken beklentiler kârlılığı, büyümeyi ve piyasa likiditesini tehlikeye atmaya devam ediyor. Bu bağlamda, beklenenden daha yüksek enflasyon, beklenenden daha dirençli büyüme ve bankacılık sektöründe su yüzüne çıkan likidite sorunlarının birleşimi, oynaklık için mükemmel bir zemin oluşturdu. Oynaklığın artması, istikrara yönelik birbiriyle çelişen birçok ekonomik ve finansal görüşün ve piyasa görüşünün fiyatlandırma ve momentumu belirlemesine neden oluyor ve piyasa katılımcılarının net bir değerlendirme yapabilmesini zorlaştırıyor. Bu çerçevede, 2023 yılında temkinli bir yaklaşım en iyi seçenek. Hâlâ makul oranda bir riske ayarlı ve yüksek volatilité ortamında iyi yönetilmesi gereken yüksek kaliteli sabit gelirlí araçları tercih etmeye devam ediyoruz. Sermaye piyasalarında bir finansal kriz öncesine tavsiye edebileceğimiz beş önerimiz var.

İlk olarak, temkinli olmaya çalışın. ABD ve İsviçre bankacılık sektörlerindeki son likidite sorunlarıyla merkez bankalarının faiz artırımları zaten stresli olan piyasa ortamını daha da gerginleştirdi. Direnç ve resesyon arasındaki çizginin çok ince olduğu bu ortamda, piyasa katılımcılarından birçoğu maruz kaldığı riskleri azaltmak isteyebileceği için bu ince çizginin kolayca aşılabileceği yönünde bir fikir birliği oldu.

Ülke getiri eğrilerinin enflasyondan resesyona geçişi hızlı oldu. Yıl başında enflasyon kaynaklı keskin yaklaşımlı fiyatlama, piyasa katılımcılarının hem kısa vadede merkez bankalarından daha yüksek zirve oranları beklemesine hem de uzun vadede bir miktar daha uzun vadeli enflasyon ve reel oranlar öngörmesine yol açtı. Yeni durumda ise, piyasa katılımcıları eğrinin kısa ucunda çok daha düşük zirve oranları ve uzun ucunda hem enflasyon hem de reel getirilerde güçlü bir aşağı yönlü revizyon bekliyor. Resesyon baskıları da daha güçlü bir şekilde fiyatlanıyor. Bu eğrinin yeniden şekillenmesi, ABD ve Euro Bölgesi'nin ekonomik dinamikler bakımından farklılıklarını yeniden vurgulayarak, ABD'de erken bir resesyon olasılığının arttığına ve Euro Bölgesi'nde uzun süreli bir artış patikası izleneceğine işaret ediyor. (Şekil 13)

Şekil 13: Ulusal getiri eğrilerinin dikliği

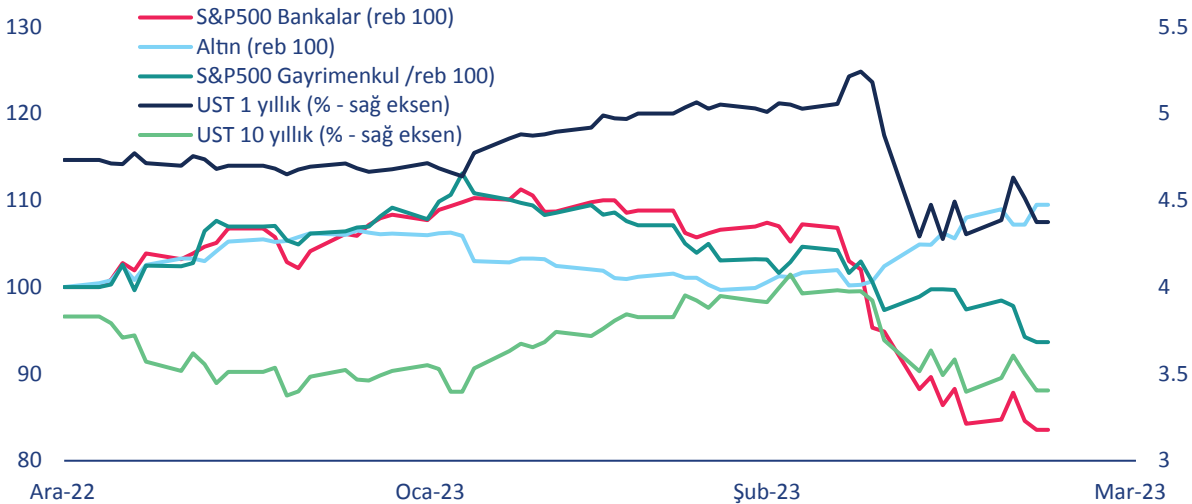


Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Bankacılık sektöründeki likidite sorunları nispeten münferit olsa da sistemi etkilemektedir ve güvenli limanlara kaçış rotasyonunu tetiklemiştir. Sonuç olarak, yılbaşından bugüne piyasa performansı tamamen tersine dönmüş ve 2023 yılında sermaye piyasalarının kolayca ve hızlıca istikrara kavuşacağı yönünde şüpheler uyandırmıştır. (Şekil 14)

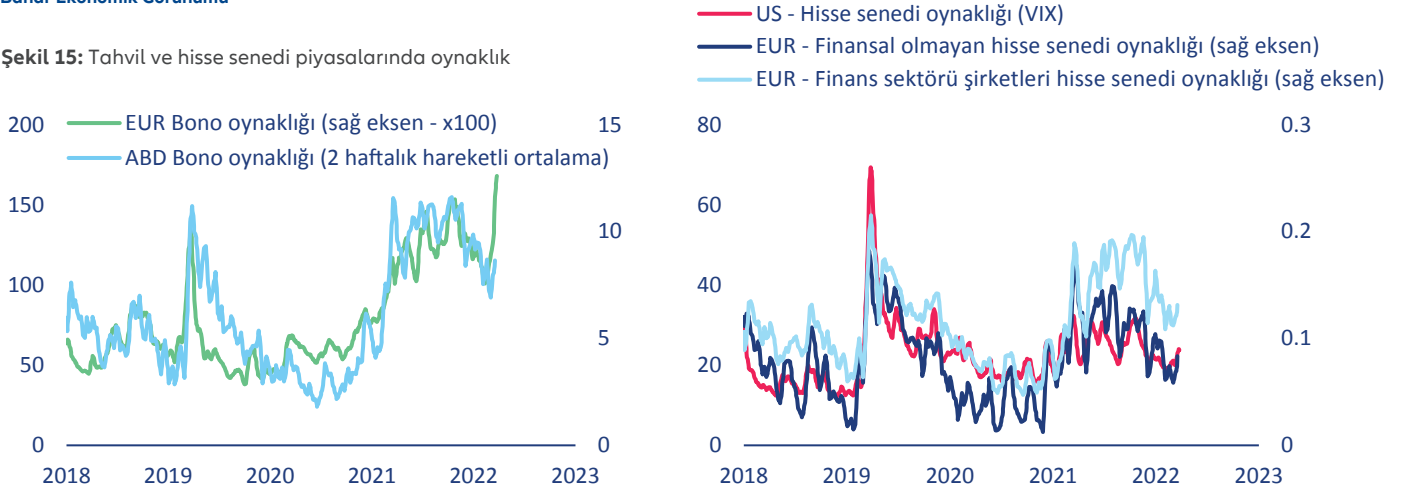
Mevcut durum muhtemelen iki hafta önce fiyatlanan "şahin" senaryo ile bugün fiyatlanan "güvercin" senaryo arasında bir yer almaktadır. (Tabii, Büyük Finansal Kriz / Euro krizi benzeri bir senaryo riskinin hâlâ çok küçük olduğu varsayımı altında) Bu bağlamda, yatırımcılar temkinli davranmaya devam etmeli ve kısa vadede hem sabit getirili varlıklar hem de hisse senedi tarafında yüksek volatiliteye hazırlıklı olmalıdır. Kısa vadede yüksek kaliteli sabit getirili enstrümanları tercih eden ihtiyatlı bir duruş son derece faydalı olabilir. Hatta bu duruş sadece kısa vade için değil enflasyon dinamikleri ve finansal istikrar kontrol altına alınıncaya kadar benimsenmelidir. (Şekil 15)

Şekil 14: ABD piyasaları – güvenli limanlara kaçış



Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Şekil 15: Tahvil ve hisse senedi piyasalarında oynaklık



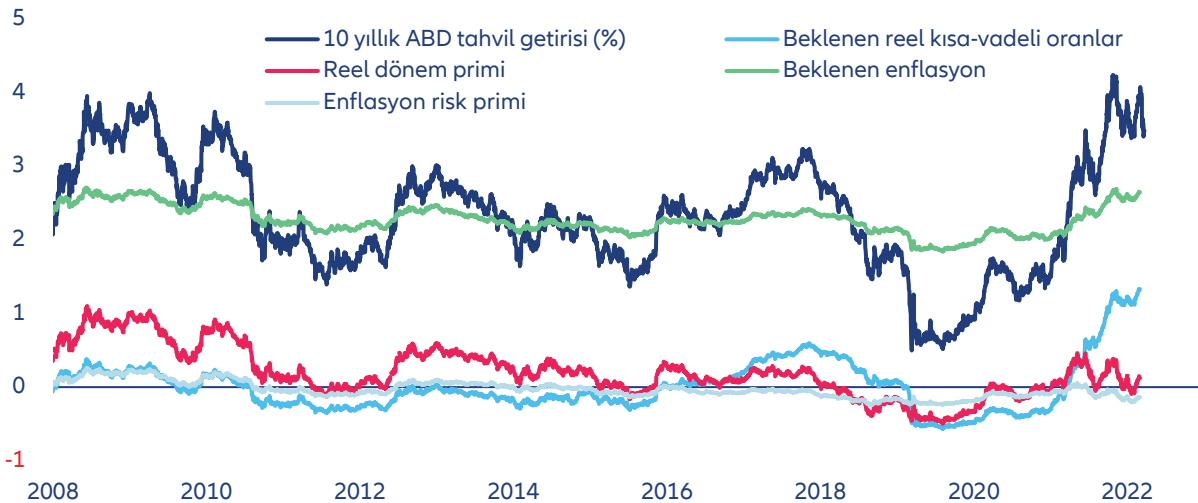
Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

İkinci olarak, zamanlamaya dikkat edin.

Enflasyon-büyüme dinamiklerindeki değişimler ve finansal istikrar endişeleri nedeniyle ülke eğrilerinin kısa ucunda meydana gelen değişimler, eğrinin uzun ucu üzerinde önemli baskılar oluşturmaya devam etmekte ve 10 yıl vadeli varlıkların politika faizi beklentilerindeki değişimlerden %70 ila %90 oranında etkilenmesine yol açmaktadır. Rakamlarla ifade etmek gerekirse, eğrinin kısa ucundaki her 100 baz puanlık değişim için yapısal olarak 70 ila 90 baz puanlık değişim uzun uca aktarılmaktadır ve hareket büyükse daha büyük aktarımlar (>1) söz konusudur. Bu ortam ve gerçek uzun vadeli ekonomik dinamiklerin şu anda ülke eğrilerinin uzun ucunun belirlenmesinde çok az etkiye sahip olduğu göz önüne alınırsa, uzun vadeli varlıklara yatırım yapmak hem kısa hem de yakın vadede son derece yüksek bir zamanlama riski taşıyacağından iyi bir fikir değildir.

Ağaçlar için ormanı görmeye çalışarak, 10 yıl vadeler için gerçek kısa vadeli denge değerinin şu anda Mart ayının başında yaşanan şahin zirveyle (yani 10y UST için %4,1) mevcut güvercin piyasa (yani %3,3) arasında bir yerde olduğuna inanmaya devam ediyoruz. Sonuç olarak, kısa vadeli enflasyon sürprizleri, piyasa katılımcılarına eğrilerin uzun ucu için hâlâ aynı doğrultuda bazı yukarı yönlü sürprizler yapabilir ve bu nedenle uzun vadeli pozisyonlar kısa vadeli oynaklığa maruz kalabilir. Ancak, kısa vadeli riske rağmen, gelişmiş piyasa eğrilerinin uzun ucunun yılın ilk yarısında, temel senaryo tahminlerimiz etrafında +/- 50bps'lik bir koridorla işlem görmeye devam etmesini bekliyoruz. Yılın ilerleyen dönemlerinde, özellikle ABD'nin politika değişikliğinin başlangıcına denk gelen yıl sonuna doğru kısa vadeli yukarı yönlü risklerin azalmasını bekliyoruz. Temel tahminlerimize gelince, 2023 yılında 10y UST ve Bund için oranların sırasıyla %3,7 ve %2,4 ve 2024 yılında %3,3 ve %2,2 olmasını bekliyoruz. (Şekil 16)

Şekil 16: ABD 10y ayrışması (% olarak)



Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma. Not: D'Amico ve diğerlerine

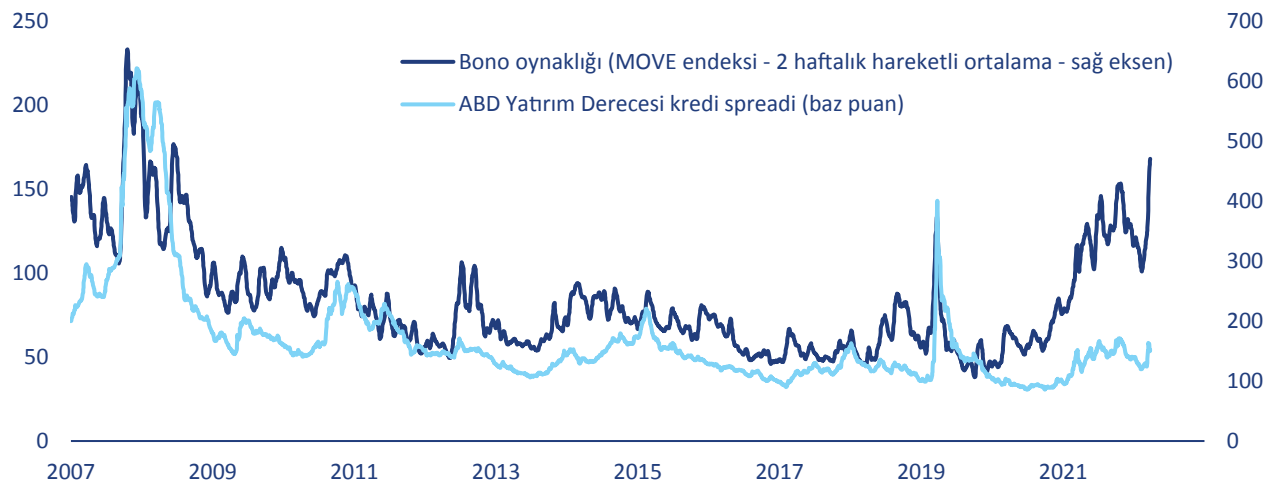
Mevcut yüksek eğriler ve oynaklık ortamında, EUR bölgesi spreadlerinin nispeten iyi seyretmesi (ve İtalyan eğrisinin uzun ucunun baz orandaki artışlara nispeten başışık kalabilmiş olması) piyasa katılımcılarının AMB'nin spread kontrol araçlarına ve sözüne güvenmeye devam ettiğinin bir göstergesi olarak önemlidir. Bu bağlamda, bölgede spreadlerin yıl boyunca makul bir performans göstermeye devam etmesini bekliyoruz, ancak özellikle AMB şahinliğin zirvesine ulaştığında ve parasal sıkılaştırma prosedürleri hızlandığında, volatilitenin hafifleyeceği dönemler de olacaktır. Rakamsal olarak, İtalyan 10 yıllık spreadlerinin 2023 yılında 190bps ve 2024 yılında 170bps olmasını bekliyoruz.

Kurumsal risk tarafında ise, bölge spreadlerinde olduğu gibi, yüksek kaliteli yatırım yapılabilir cinsten kurumsal krediler, özellikle mevcut piyasa koşulları göz önüne alındığında, beklenenden daha dirençli bir şekilde iyi bir piyasa performansı sergilemeye devam etti. Bu durumda, yüksek kaliteli yatırım yapılabilir şirketlerin mevcut piyasa ortamında (bankacılıkla ilgili bazı tahviller hariç) iyi hatta devlet tahvillerine kıyasla daha iyi bir performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz.

İyi görünüme rağmen, kısa vadede makroekonomik ve finansal istikrara bağlı piyasa oynaklığı, artan temerrüt riskleri ve derecelendirme sınıflarında aşağı düşüş riskleri nedeniyle spreadlerde genişleme yaşanacak dönemlere yol açabilir. Geçen yıl sıkılaştırma döngüsünün başlamasından bu yana finansman maliyetlerinin artmasına rağmen kredi talebi soğuma eğiliminde olsa da spreadlerde beklenen bu kısa vadeli dalgalanma ve genişleme dönemleri büyük olasılıkla, kredi riskinin radar altında kalmış olmasından dolayı daha da şiddetlenecektir. Bu durum, derecelendirme spektrumu genelinde ekonomik beklentiler ile kredi riski fiyatlaması arasında bir ayrışmaya yol açmıştır. Gereksiz volatiliteden kaçınmak ve spread artışından yararlanmak için, BBB'nin altındaki üçlü derecelendirmelerden (ve herhangi bir yüksek getiriliden) kaçınılarak kurumlar tarafında temkinli olmaya devam edilmesini öneriyoruz. Rakamsal olarak, Yatırım Seviyesindeki ABD ve EUR şirket spreadlerinin 2023 yılında mevcut değerleriyle sırasıyla 150bps ve 170bps hedefleri arasındaki değerlerden işlem görmesini bekliyoruz.

Son olarak, yüksek kaliteli sabit getirili enstrümanlara ilişkin olumlu görüşümüze rağmen, piyasa katılımcılarının yakın zamanda ve politika beklentileri aksi yönde kalıcı şekilde ikna edici oluncaya kadar bankacılık ve para politikası ağırlıklı sektörleri olumsuz şekilde fiyatlamaya devam edeceğini görüyoruz. Bu nedenle, taktiksel olarak yılın ikinci yarısına kadar bu tür varlıkların hedeflenmesinden kaçınılması iyi olacaktır. (Şekil 17)

Şekil 17: ABD IG kurumsal spreadleri ve tahvil oynaklığı



Kaynaklar: BofA, Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

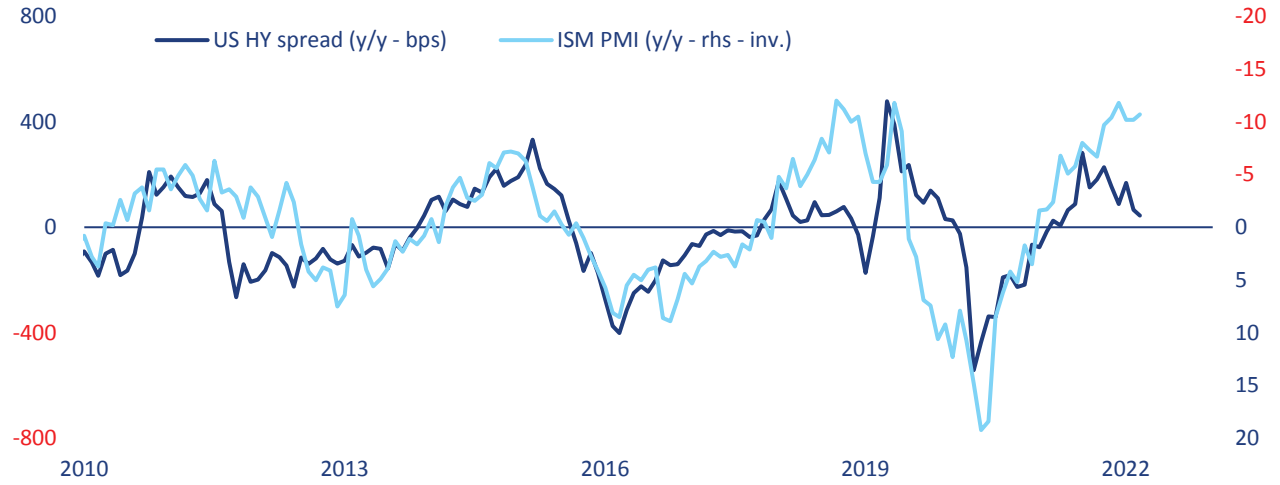
Üçüncü olarak, kurumsal kredi riskini hafife almaya devam edenlerden olmayın.

Sabit getirili şirket kanadından devam edecek olursak, yatırım sınıfı şirket spreadleri için oldukça iyi bir görünüm olmasına ve son genişlemeye rağmen, mevcut ekonomik ve sermaye piyasası koşulları göz önüne alındığında kurumsal kredi risklerinin yanlış ve eksik fiyatlandırılmaya devam edildiğini görüyoruz. Bu yanlış fiyatlama yeni değil ve geçen yıl Kasım ayında şahinleşme sürecinin başlamasından bu yana devam ediyor. Yanlış kredi fiyatlaması en çok ekonomik öncü/olağan göstergeler (örneğin PMI'lar) ile yüksek getirili şirket spreadleri arasındaki farklılaşmadan görülebilir. Yani, kredi spreadlerinin aslında mevcut seviyelere kıyasla yapısal olarak daha yüksek olması gerekmektedir.

Piyasadaki bu yanlış fiyatlama kısmen sabit getirili enstrümanlara yönelik küresel hücum ile yıl başından bu yana devam eden taze tahvil açığının bir araya gelmesiyle açıklanabilir. Kurumsal kredi piyasası borç servis kapasitesi genel olarak mâkul bir seviyede olsa da bu yanlış piyasa-ekonomi fiyatlandırması nedeniyle, özellikle düşük dereceli şirketler hâlâ büyük bir piyasa yeniden fiyatlandırmasının kurbanı olabilir. (Şekil 18)

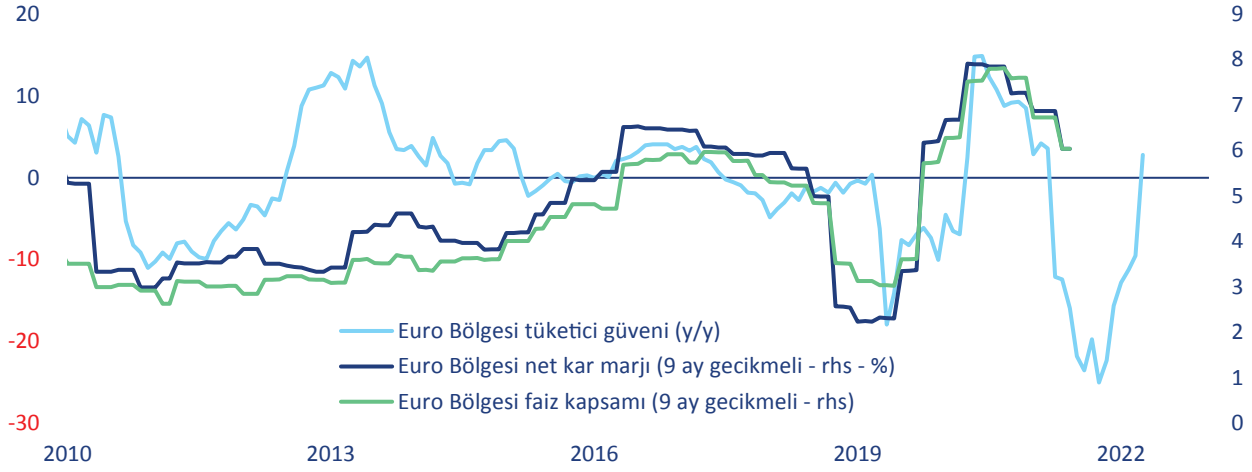
Ekonominin önceden tahmin edilenden daha durgun olması halinde, şirket bilançoları ve borç ödeme kapasitesi daha fazla baskı altında kalacaktır. Sonuç olarak hem yatırım yapılabilir seviyedeki hem de yüksek getirili şirket tahvilleri için temel çapa değerlerinin mevcut seviyelerden yapısal olarak daha yüksek olduğunu öngörüyoruz. Aynı zamanda, borç servis metriklerinin küresel bir finansal kriz veya Euro Bölgesi kriz senaryosu anlamına gelecek seviyelere ulaşmayacağına inanıyoruz. (Şekil 19)

Şekil 18: ABD Yüksek Getirililer spreadleri ve ISM PMI



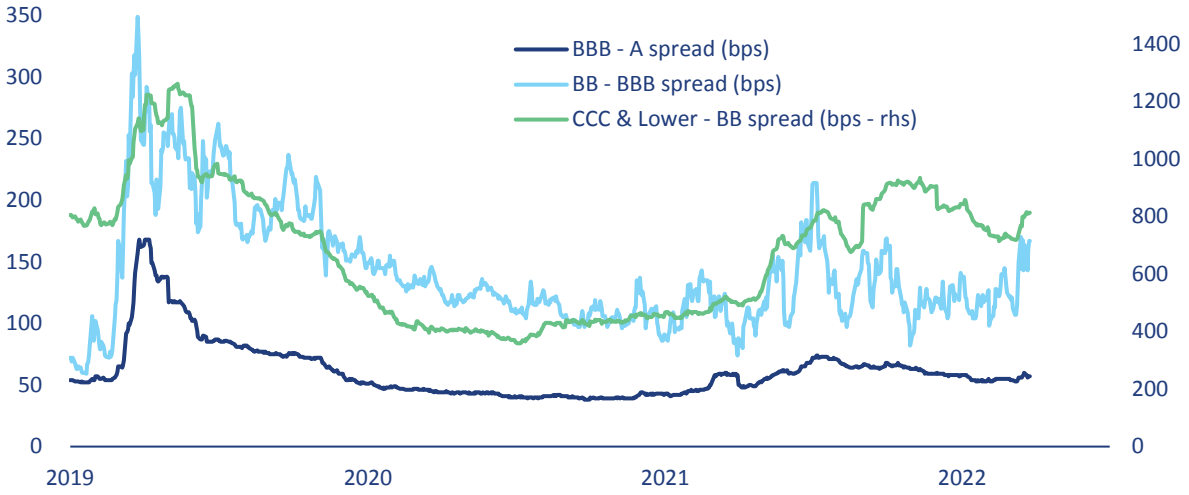
Kaynaklar: BofA, Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Şekil 19: Euro Bölgesi şirket kredi oranları ve ekonomik güven.



Kaynaklar: Worldscope, Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Şekil 20: ABD içi yüksek getiri spreadleri (baz puan cinsinden)



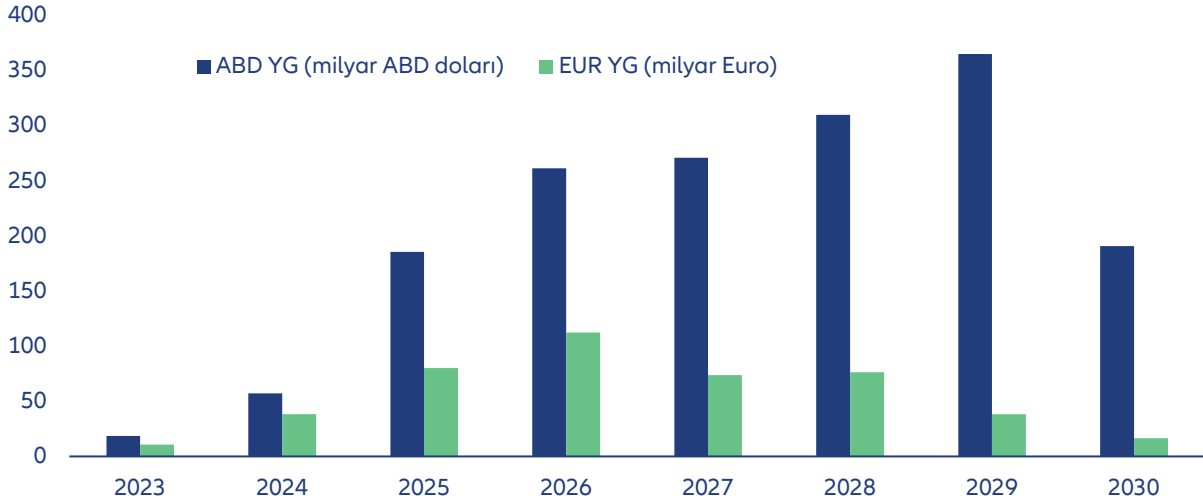
Kaynaklar: Worldscope, Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Genel olarak bakıldığında hâlâ geniş bir ekonomik-kurumsal risk ayrışması algılamamıza rağmen, yatırım yapılabilir ve yüksek getirili tahviller arasındaki farklılaşma hızlanmakta ve özellikle bu iki tür tahvil arasındaki sınıra yakın yüksek getirili tahvillere yönelik piyasalarda yapısal bir yeniden fiyatlandırma yaşanmaktadır. Bu piyasa dalgası sırasında, yüksek faiz oranları, artan piyasa oynaklığı, azalan para büyümesi ve kötüleşen ekonomik koşullar, kurumsal kârlılığı ve borç servis kapasitesini gelecekte azaltmaya devam edeceğinden, piyasada pozisyonlarda değişimler ve yeniden fiyatlandırmalar da sürecektir. Sonuç olarak, kazanan-kaybeden ayrımının devam etmesini ve tarihsel olarak düşük seviyelerde kalacak olmasına rağmen temerrüt oranlarının ve düşen melek sayısının hızlanmasını bekliyoruz. (Şekil 20)

Yanlış yapısal kredi fiyatlamasının yanı sıra, 2024 ve 2025 yılları için ufukta görünen başka bir riski daha hatırlatmak isteriz; kısa vadeli faiz oranlarının 2024 yılına kadar yüksek bir seviyede kalması halinde yüksek getirili tahviller için ortaya çıkabilecek yeniden finansman dalgası riski. Özellikle ekonomik toparlanmanın yavaş seyretmesi ve borç ödeme kapasitesinin baskı altında kalması nedeniyle hem üst hem de alt gelir gruplarının ivme kazanmakta zorlanmaya devam etmesi halinde bu risk ortaya çıkabilir. (Şekil 21)

Özetlemek gerekirse, kısa vadeli baskılarla Yüksek Getirili kurumsal tahvil spreadlerinin mevcut seviyelerden 50 ila 80bps yükselerek yıl sonuna kadar 500-550bps seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu da söz konusu varlık sınıfını hem temel olarak hem de taktiksel açıdan riskli kılmaktadır.

Şekil 21: Yüksek getirili vade çizelgesi

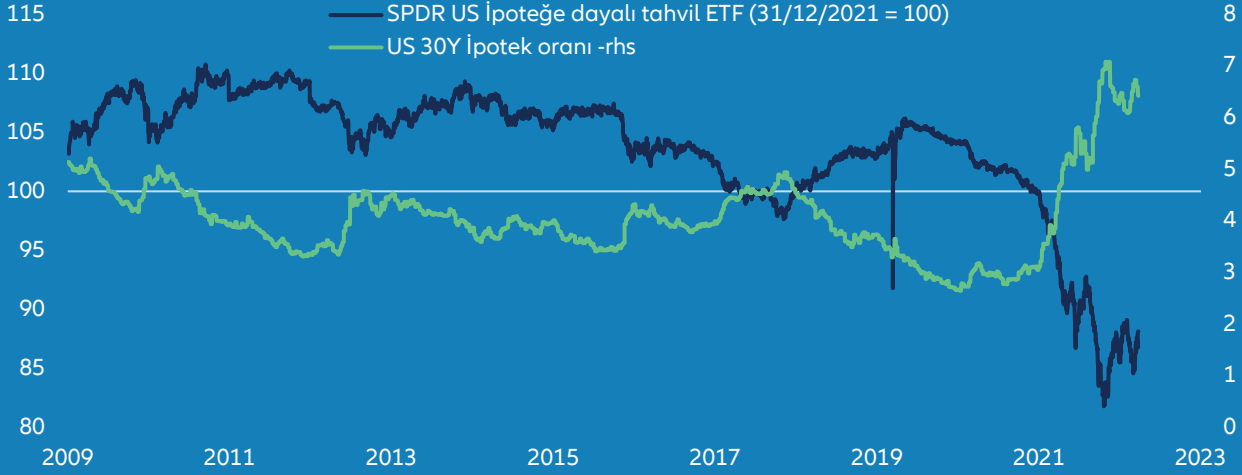


Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

Kutu 4: İpoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasında mevcut durum

Faiz oranlarındaki hızlı artış ipoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) piyasasına büyük bir darbe vurdu. Bazı ABD bankalarının durumunda olduğu gibi, ABD devlet tahvilleri veya Freddie Mac İDMK gibi varlıkların portföylerde tutulması, piyasa ve defter değerleri arasındaki fark nedeniyle büyük bir sorun yarattı. Fed'den beklenen faiz oranı yeniden ayarlamalarından sonra bile ve ultra düşük faiz oranı ortamına geri dönülmediği sürece, 2010'lardan kalma ipotekler değerlerini geri kazanmayacak. Bu nedenle, söz konusu ipotekleri satmaları gerektiğinde hoş olmayan sürprizlerden kaçınmak isteyenler doğru fiyatlamaya yaptıklarından emin olmalıdır. (Kutu 4, Şekil 1)

Kutu 4, Şekil 1: Mortgage oranları artarken İDMK fiyatları serbest düşüşe geçti

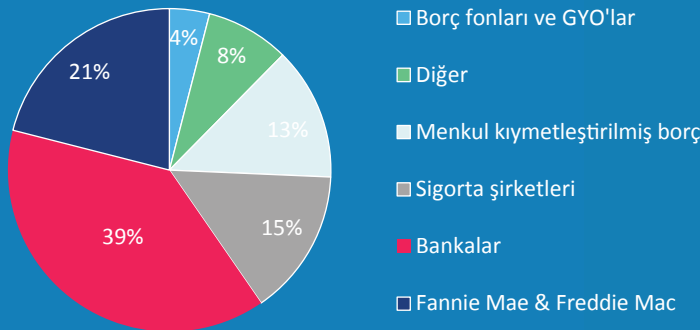


Kaynaklar: Refinitiv, Allianz Araştırma

Ayrıca, ticari gayrimenkul kredilerine yönelik temel eğilimlerin de aşağıya yönlü olduğu görülmektedir.

Anlaşma sayıları büyük ölçüde azaldı, daha fazla kredi için iştah azaldı (önümüzdeki iki yıl içinde vadesi gelen ticari mülk borcu rekor seviyede) ve borçlanma maliyetleri yükseldi. Bu durum, evden çalışmanın uygulanabilirliğinin zaten ekonomik krizden önce bile talebi olumsuz etkilemeye başladığı ofis sektöründe daha da vahim. Bu nedenle, menkul kıymetlere dayalı borç varlıklarına ek olarak, ABD bankalarının ticari gayrimenkul kredileri portföyü de bir risk oluşturmaktadır (Bu riske en çok maruz kalan bankalardır.) (Kutu 4, Şekil 2)

Kutu 4, Şekil 2: 4,5 ABD doları tutarında ticari mülk borcu; mal sahibine göre



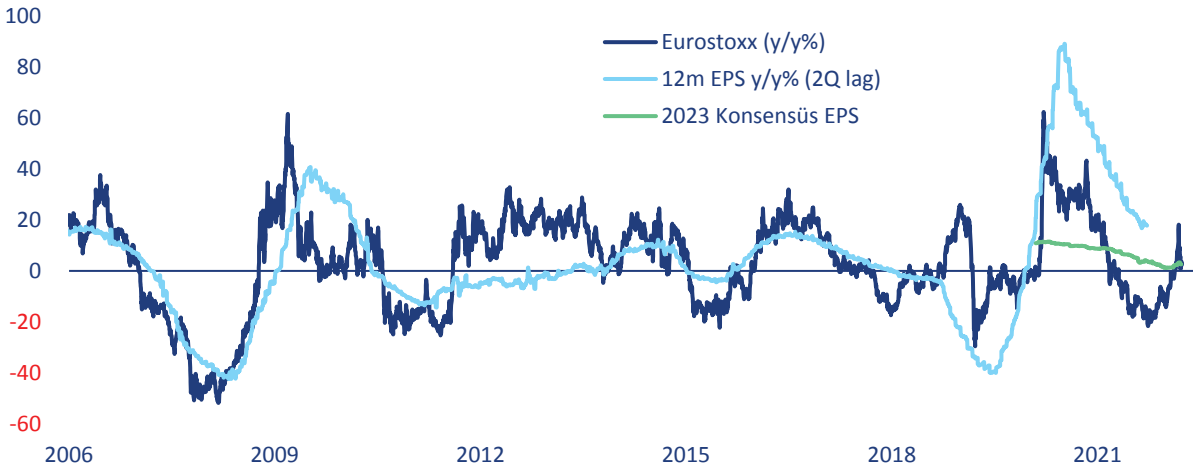
Kaynaklar: Mortgage Bankers Association, Bloomberg, Allianz Araştırma

Dördüncüsü, çirkin ördek yavrusu olmaya devam edecek hisse senetleri...

Hisse senedi piyasaları, özellikle de Avrupa hisse senetleri, yıl başından bu yana büyük bir direnç gösteriyor ve çoğu küresel piyasada yılbaşından bugüne pozitif getiri sağlandı. Bu bağlamda, son faiz artışları hisse senedi değerlemelerini baskılamaya devam etmese de ekonomik ivme ve beklenenden daha iyi kazanç performansı hisse senedi piyasalarının kırmızı çizginin altına düşmesini engelledi. Ancak, bankacılık kazaları nedeniyle yaşanan son riskten kaçış rotasyonu nedeniyle, hisse senedi fiyatlarındaki son düşüş bazı piyasaları (örneğin ABD ve İngiltere) yılbaşından bugüne negatif sonuçlar açıklamaya yaklaştırdı ve piyasa katılımcılarının hisse senedi piyasalarının temel dayanıklılığında şüphe duymasına neden oldu.

Temel unsurlara baktığımızda ve son dönemdeki piyasa dalgalanmalarını senaryolarımızda mümkün olduğunca dışarıda tutmaya çalıştığımızda bile son ekonomik beklenti verileri, hisse senetlerine yönelik önümüzdeki aylarda kârlılıkta bir bozulmanın yine de yaşanabileceğine işaret ediyor. Özellikle de ekonomik resesyonun beklenenden daha sert bir şekilde gerçekleşmesi halinde... Bu bağlamda, 2023 yılı için kazanç beklentileri aşağı yönlü eğilimini sürdürerek %0'a yaklaşmakta. Ve politika bazlı bir değişim hisse senedi değerlemelerini yapay olarak yükseltmeyip kısa vadeli beklentilerin yönünü çevirmediği sürece hisse senedi piyasası katılımcılarının 2023 yılında trendin üzerinde tam teşekküllü bir piyasa toparlanmasını satın almalarının zor olacağı görünüyor. (Şekil 22)

Şekil 22: EUR hisse senedi piyasaları ve kazanç beklentileri



Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

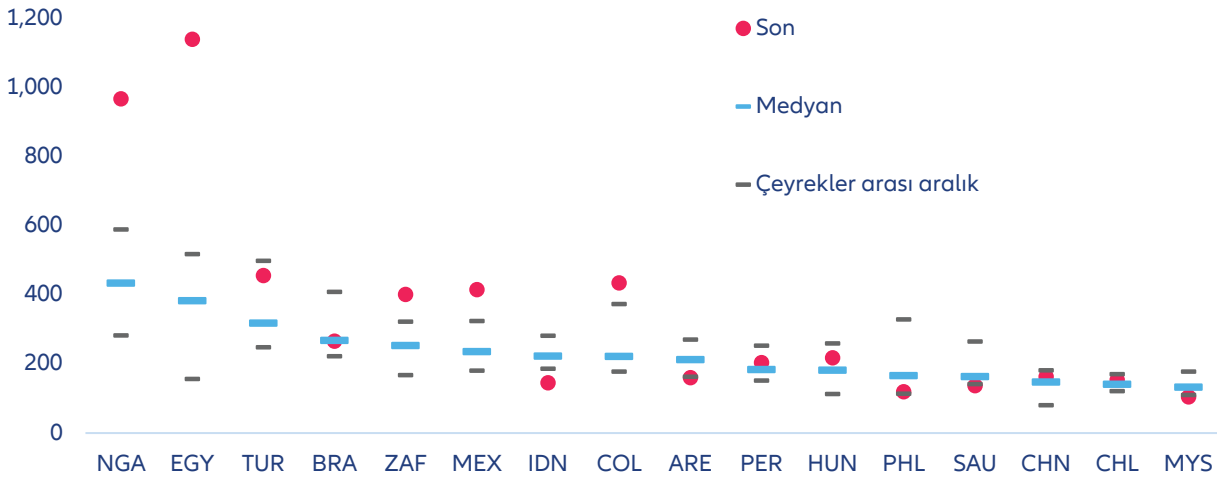
Bu bağlamda, hisse senedi piyasalarının yakın gelecekte -%5 ila +%10 yıllık işlem aralığında seyretmeye devam etmesini ve çok kısa vadede aşağı yönlü risklerin yukarı yönlü riskleri geride bırakmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısına girerken Fed'in ilk faiz indirimlerinin yatırımcı güvenini temellerle senkronize edecek bir şekilde toparlanmasına yardımcı da olmasıyla daha az belirsiz bir ekonomi ve politika ortamı sayesinde hisse senedi piyasalarının istikrar kazanmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, 2023 yılında EUR ve ABD hisse senetleri için sırasıyla +%6 ve +%2 toplam getiri beklenmeye devam ediyoruz, bu da EUR hisse senetlerinin ABD hisse senetlerine kıyasla hem görece hem de mutlak fiyatlandırma açısından hâlâ görece daha iyi bir konumda olduğunun göstergesidir.

Beşinci olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki politika değişimlerine dikkat edin. Temel senaryomuz geniş çaplı bir EM krizini içermese de 2023 yılı başındaki dar fiyatlama konusunda temkinli olmaya devam ediyoruz. Gelişmiş ekonomilerin bankacılık sistemlerinde yaşanan son çalkantılar, beklentilerimiz doğrultusunda spreadlerin yeniden ayarlanmasına neden oldu. Bunun asıl sürükleyicisi ise sistemdeki gömülü sıkışmadı ve bu sıkışma henüz tam olarak özümsemedi. En azından 2022 yılının en kötü zamanlarında gördüğümüze benzer bir türbülans yaratabilecek yüksek volatiliteli bir yıl öngörüyoruz. Bununla birlikte, gösterge endeksimizin yılsonu seviyesi mevcut seviyelerden (SVB sonrası zirveler) çok farklı olmayacaktır. Yine de riskler ülkeler arasında simetrik değildir. Başlıca temerrüt riskleri daha küçük gelişmekte olan ekonomiler ve daha düşük nota sahip olanlar arasında yoğunlaşırken, aşağı yönlü senaryonun gerçekleşmesi halinde sıkıntıya girebilecek faktörlerin (ekonomik, finansal ve siyasi) bir kombinasyonu bazı büyük ülkeler hatta emtia ihracatçıları için bile kırılabilirlik yaratmaktadır. (Şekil 23)

Yerel para cinsinden devlet tahvili getirileri, ülkeler arasında yüksek değişkenlik göstermekle birlikte, yılı muhtemelen biraz daha düşük bir seviyede tamamlayacaktır. Enflasyon kontrol altında olmasa bile, ülkelerin finansal koşulları gevşetmesi ve ekonomik büyümeyi desteklemesi gerekebilir, bu da piyasa faizlerini aşağı çekebilir. Bununla birlikte, küresel finansal stres bağlamında daha güçlü bir ABD dolarına bağlı riskler (yani kur riskleri ve/veya korunma maliyetleri) yabancı yatırımcılar için göz ardı edilmemelidir.

Borçlanma maliyetlerindeki artış, şu ana kadar yaygın bir stres yaratmış olmasa da GOÜ'lerdeki kurumsal borç sorunları artmaya başlıyor. Çin'de ekonomik ve ticari faaliyetlerin yeniden başlaması, ülkelerin sıkıntılı durumdaki borçlularını için sınırlı bir destek sağlayacaktır.

Şekil 23: Seçilmiş GOÜ'lerin ABD doları ülke spreadleri



Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma. Mevcut maksimum tarihsel derinlik, her ülke yayılımı için kullanılır.

Neler yanlış gidebilir?

Yatırımcıların haber akışına duyarlılığının yüksek olması nedeniyle mevcut piyasa güveni aşağı yönlü riskler barındırıyor. Beklenenden daha sert bir banka batışı, kontrol edilemeyen çekirdek enflasyon, artan jeopolitik gerilimler veya başka herhangi bir siyah kuğu olayı piyasadaki ürkek düzeltmelerin kolayca ötesine geçerek yapısal bir aşağı dönüşe neden olabilir. Bu durum, hisse senedi piyasası performansının üst üste ikinci yıl çift haneli eksi getirilerle sonuçlanmasına ve piyasa krizi etiketinin pekişmesine neden olabilir. Buna ek olarak, bir yıllık ABD hazine bonosundan daha az getiri sunan ABD hisse senedi değerlemelerinin hâlâ yüksek olması, hisse senedi risk primi açısından bakıldığında hisse senedi ve sabit gelir arasındaki seçimi temelde zorlaştırmaktadır. Bu durum, hisse senedi risk priminin hisse senedi riski almak için küçük ama pozitif bir getiriye işaret ettiği Avrupa ile tezat oluşturmaktadır.

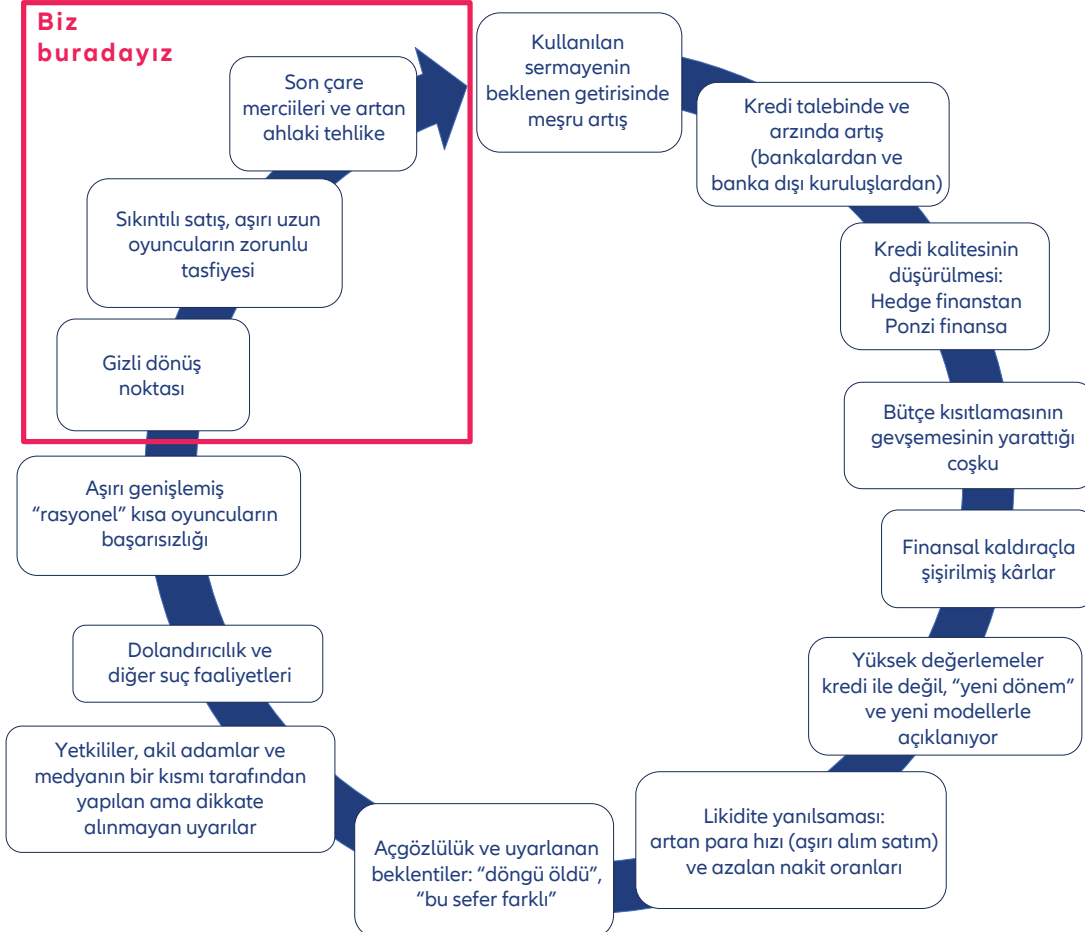
Yüksek oynaklık ve belirsizlikle karakterize edilen bir dünyada, piyasa katılımcıları bilinmeyen faktörlerin sayısının bilinenlerden daha fazla olduğunu kabul etmeli. Sonuç olarak, kesin gözle bakarak risk almak genel portföy performansına potansiyel olarak zarar verebilir. Yatırım stratejilerinin hızla değişen piyasa koşullarına uyum sağlayacak kadar esnek kalmasını

sağlamak için kuyruk olaylarının özellikle de piyasa kazalarının ortaya çıkma olasılıklarını yakından takip etmek çok önemlidir. (Şekil 24)

Son olarak, niteliksel bir perspektiften bakıldığında ve Kindleberger'in kriz saati modeli baz alındığında, 2023 yılı Covid-19'un hemen ardından işlemeye başlayan iş döngüsü saatinin sonuna işaret ediyor gibi görünmektedir. Bu döngü, merkez bankalarının da yardımıyla piyasaların zayıflıklarını ortaya çıkarmış ve nihayetinde bazı piyasa kurbanları (Credit Suisse, SVB vb.) verilmiştir. Bu bağlamda, piyasalarda bir dönüm noktasına işaret eden yorgunluk belirtilerinin görülmeye başlanmasıyla saat 12'ye çeyrek kala ile saat 12 arasındayız. Bunu, merkez bankaları ve hükümetlerin devreye girmesi ve genel ahlaki tehlike düzeyini artmasına yol açacak bazı sıkıntılı satışlar izleyebilir.

Mevcut piyasa döngüsünün bu tasviri, yanlış yönetilmesi halinde mevcut piyasa gerilemesinin gerçekten kötü bir senaryoya dönüşebileceğine işaret etmektedir. Ancak doğru yönetilirse, yeni bir piyasa döngüsü ve sıfırdan bir iş döngüsünün başlangıcını görebiliriz. Bize göre 2023 yılı, döngünün sonu ile yeni bir döngünün başlangıcı arasında gidip gelen ve piyasanın saat 12 yönünün her iki tarafına da geçemediği bozuk bir saat gibi olacak.

Şekil 24: Fisher-Minsky-Kindleberger modeli



Kaynak: Charles Kindleberger'in "Manias, Panics and Crashes—A History of Financial Crises" (1978)'den uyarlandı.

Tablo 4: Sermaye piyasası senaryoları

Yıl sonu rakamları	Son	Birim	2022	2023t	2024t
Euro Bölgesi					
Kamu Borcu					
Politika faiz oranı (AMB mevduat oranı)	3.00	%	2.00	3.50	3.00
Politika faiz oranı (MRO)	3.50	%	2.50	4.00	3.50
10 yıllık getiri (Bunds)	2.19	%	2.6	2.40	2.20
10 yıllık EUR swap oranı	2.95	%	3.1	2.70	2.50
İtalya 10y devlet tahvili spreadi	186	bps	213	190	170
Fransa 10y devlet tahvili spreadi	53	bps	55	40	30
İspanya 10y devlet tahvili spreadi	105	bps	109	100	90
Kurumsal Borç					
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	172	bps	166	170	140
Yüksek getirili kredi spreadleri	206	bps	494	540	460
Hisse senetleri					
Eurostoxx (yıllık toplam getiri)	9.3 ytd	%	-12	6	7
ABD					
Kamu Borcu					
Politika faiz oranı (üst)	5.00	%	4.50	4.75	3.25
10y getiri (Hazine kağıtları)	3.40	%	3.83	3.70	3.30
Kurumsal Borç					
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	152	bps	138	150	130
Yüksek getirili kredi spreadleri	510	bps	479	510	440
Hisse senetleri					
S&P 500 (yıllık toplam getiri)	3.3 ytd	%	-18	2	9
Birleşik Krallık					
Kamu Borcu					
Politika faiz oranı	4.25	%	3.50	4.25	3.50
10 yıllık devlet tahvili getirisi (Gilt)	3.36	%	3.7	3.75	3.25
Kurumsal Borç					
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	190	bps	192	200	160
Yüksek getirili kredi spreadleri	645	bps	663	680	550
Hisse senetleri					
FTSE 100 (yıllık toplam getiri)	1.7 ytd	%	5	3	7
Gelişmekte olan pazarlar					
Kamu Borcu					
Yerel para - USD spread	317	bps	270	320	280
Yerel para cinsinden getiri	6.6	%	6.50	6.7	6.5
Hisse senetleri					
MSCI Gelişmekte olan ülkeler: toplam getiri yıllık dolar cinsinden	2.6 ytd	%	-19.7	5	6
Diğer					
Döviz Kuru					
EURUSD	1.089	\$ per €	1.067	1.07	1.18
Emtialar					
Brent petrol*	75	\$ per Bbl	85	82	88
Doğalgaz Hollanda TTF*	41	€ per MWh	74	75	60

Kaynaklar: Refinitiv verileri, Allianz Araştırma

A photograph showing several hands of different skin tones stacked on top of each other, resting on a tree trunk. The background is a lush green forest with sunlight filtering through the leaves. The text 'Ekibimiz' is overlaid in white, bold, sans-serif font across the center of the image.

Ekibimiz

**Chief Economist
Allianz SE**



Ludovic Subran
ludovic.subran@allianz.com

**Head of
Economic Research
Allianz Trade**



Ana Boata
ana.boata@allianz-trade.com

**Head of Macroeconomic &
Capital Markets Research
Allianz SE**



Andreas Jobst
andreas.jobst@allianz.com

**Head of Insurance, Wealth
& Trend Research
Allianz SE**



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Macroeconomic Research



Maxime Darmet Cucchiarini
Senior Economist for US & France
maxime.darmet@allianz-trade.com



Roberta Fortes
Senior Economist for Ibero-Latam
roberta.fortes@allianz-trade.com



Jasmin Gröschl
Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com



Françoise Huang
Senior Economist for Asia Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com



Maddalena Martini
Senior Economist for Italy & Greece
maddalena.martini@allianz.com



Luca Moneta
Senior Economist for Africa & Middle East
luca.moneta@allianz-trade.com



Manfred Stamer
Senior Economist for Middle East &
Emerging Europe
manfred.stamer@allianz-trade.com

Corporate Research



Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com



Aurélien Duthoit
Senior Sector Advisor, B2C
aurelien.duthoit@allianz-trade.com



Maria Latorre
Sector Advisor, B2B
maria.latorre@allianz-trade.com



Maxime Lemerle
Lead Advisor, Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

Capital Markets Research



Eric Barthalon
Head of Capital Markets Research
eric.barthalon@allianz.com



Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com



Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist, Emerging
Markets & Alternative Assets
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Insurance, Wealth and Trends Research



Michaela Grimm
Senior Economist,
Demography & Social Protection
michaela.grimm@allianz.com



Patricia Pelayo-Romero
Economist, Insurance & ESG
patricia.pelayo-romero@allianz.com



Kathrin Stoffel
Economist, Insurance & Wealth
kathrin.stoffel@allianz.com



Markus Zimmer
Senior Economist, ESG
markus.zimmer@allianz.com

Önceki Paylaşımımız

- 24/03/2023 | [Swiss shotgun wedding – What’s next?](#)
- 23/03/2023 | [Centrifugal emerging markets](#)
- 16/03/2023 | [Mind the gap: the USD30trn global liquidity gap is here to stay](#)
- 10/03/2023 | [Inside corporate earnings](#)
- 08/03/2023 | [Easy come, easy go](#)
- 03/03/2023 | [#IWD: Employ and pay them more!](#)
- 28/02/2023 | [The new risk frontier in finance: biodiversity loss](#)
- 23/02/2023 | [Russia’s war economy](#)
- 21/02/2023 | [The “five Ds” of structurally higher inflation](#)
- 17/02/2023 | [The silver lining for global trade](#)
- 14/02/2023 | [Rates, not roses](#)
- 09/02/2023 | [Monetary policy in Central and Eastern Europe ahead of the curve?](#)
- 07/02/2023 | [A Faustian bargain: Europe’s answers to the US IRA](#)
- 02/02/2023 | [Falling off a savings cliff?](#)
- 31/01/2023 | [Do we need more inflation to get more corporate investment?](#)
- 27/01/2023 | [Consumption: What’s \(wealth\) got to do with it?](#)
- 24/01/2023 | [No, the energy shock in Europe does not mean de-industrialization](#)
- 27/01/2023 | [Consumption: What’s \(wealth\) got to do with it?](#)
- 24/01/2023 | [No, the energy shock in Europe does not mean de-industrialization](#)
- 20/01/2023 | [Eurozone: quantitative tightening and sovereign debt servicing cost](#)
- 17/01/2023 | [Allianz Risk Barometer 2023](#)
- 13/01/2023 | [Pension reform in France: Bonjour tristesse](#)
- 10/01/2023 | [Wealth without pensions in Asia](#)
- 15/12/2022 | [Economic Outlook 23-24: Keep calm and carry on](#)
- 09/12/2022 | [The economics of war, \(and its aftermath\)](#)
- 08/12/2022 | [Eurozone: Old lessons for a new world](#)
- 01/12/2022 | [House of cards? Perspectives on European housing](#)
- 30/11/2022 | [ESG – from confusion to action](#)
- 24/11/2022 | [Europe: How big will the interest rate shock be in 2023?](#)
- 23/11/2022 | [Black Friday for consumers, bleak Friday for retailers?](#)
- 18/11/2022 | [Financial globalization: moving towards a polarized system?](#)
- 15/11/2022 | [Africa’s journey to net zero: USD7trn just for energy](#)
- 10/11/2022 | [Fixed income is back](#)
- 09/11/2022 | [US midterms: Republicans are back, \(fiscal\) policy impasses too](#)
- 04/11/2022 | [EU fiscal rules – quo vadis?](#)
- 03/11/2022 | [Picking up contagion in equity and commodity markets](#)

and

Tüm paylaşımlarımızı websitemizde keşfedin: [Allianz Araştırma](#) ve [Allianz Trade Ekonomik Araştırma](#)

Director of Publication

Ludovic Subran, Chief Economist
Allianz SE
Phone +49 89 3800 7859

Allianz Group Economic Research

https://www.allianz.com/en/economic_research
Königinstraße 28 | 80802 Munich | Germany
allianz.research@allianz.com

 @allianz

 allianz

Allianz Trade Economic Research

<http://www.allianz-trade.com/economic-research>
1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense Cedex | France
research@allianz-trade.com

 @allianz-trade

 allianz-trade

About Allianz Research

Allianz Research comprises Allianz Group Economic Research and the Economic Research department of Allianz Trade.

Forward looking statements

The statements contained herein may include prospects, statements of future expectations and other forward-looking statements that are based on management's current views and assumptions and involve known and unknown risks and uncertainties. Actual results, performance or events may differ materially from those expressed or implied in such forward-looking statements.

Such deviations may arise due to, without limitation, (i) changes of the general economic conditions and competitive situation, particularly in the Allianz Group's core business and core markets, (ii) performance of financial markets (particularly market volatility, liquidity and credit events), (iii) frequency and severity of insured loss events, including from natural catastrophes, and the development of loss expenses, (iv) mortality and morbidity levels and trends, (v) per-sistency levels, (vi) particularly in the banking business, the extent of credit defaults, (vii) interest rate levels, (viii) currency exchange rates including the EUR/USD exchange rate, (ix) changes in laws and regulations, including tax regulations, (x) the impact of acquisitions, including related integration issues, and reorganization measures, and (xi) general competitive factors, in each case on a local, regional, national and/or global basis. Many of these factors

No duty to update

The company assumes no obligation to update any information or forward-looking statement contained herein, save for any information required to be disclosed by law. may be more likely to occur, or more pronounced, as a result of terrorist activities and their consequences.

Allianz Trade is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.