

ALLIANZ ARAŞTIRMA

# KÜRESEL EKONOMİ

## DON'T LOOK UP!

Ocak 2022

Photo on Shutterstock



# YÖNETİCİ ÖZETİ

Ludovic Subran, Chief Economist  
+49 (0) 1 75 58 42 725  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ana Boata, Global Head of Economic Research  
[ana.boata@eulerhermes.com](mailto:ana.boata@eulerhermes.com)

Andreas Jobst, Global Head Macroeconomic and  
Capital Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

Eric Bartholon, Head of Capital Markets Research  
[eric.bartholon@allianz.com](mailto:eric.bartholon@allianz.com)

Jordi Basco Carrera, Senior Investment Expert  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

Pablo Espinosa-Uriel, Capital Markets Research Analyst  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

Alexis Garatti, Senior Economist for ESG and Public Policy  
[alexis.garatti@eulerhermes.com](mailto:alexis.garatti@eulerhermes.com)

Françoise Huang, Senior Economist for APAC and Trade  
[francoise.huang@eulerhermes.com](mailto:francoise.huang@eulerhermes.com)

Patrick Krizan, Senior Economist for Italy and Greece,  
Fixed Income  
[patrick.krizan@allianz.com](mailto:patrick.krizan@allianz.com)

Ana Kuhnathan, Sector Advisor and Data Scientist  
[ana.kuhnathan@eulerhermes.com](mailto:ana.kuhnathan@eulerhermes.com)

Selin Ozyurt, Senior Economist for France and Africa  
[selin.ozyurt@eulerhermes.com](mailto:selin.ozyurt@eulerhermes.com)

Patricia Pelayo-Romero, Expert Insurance  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)

Manfred Stamer, Senior Economist for Emerging Europe  
and the Middle East  
[manfred.stamer@eulerhermes.com](mailto:manfred.stamer@eulerhermes.com)

Katharina Utermöhl, Senior Economist for Europe  
[katharina.uterhoehl@allianz.com](mailto:katharina.uterhoehl@allianz.com)

## **Küresel büyüme sağlam şekilde devam etse de gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin aralarından hızla açılması büyümeyi dengesiz ve adaletsiz kılıyor.**

Omicron'a bağlı belirsizlikler, işgücü piyasaları ve küresel ticarete aksaklıkları arttıracak için yılın ilk çeyreğinde gelişmiş ekonomilerin GSYH büyümesinden (sadece) en fazla 0,3 puan çalacak. Ancak, tıpkı bu rapora adını verdiğimiz filmde olduğu gibi, mevcut büyüme dinamikleri, toparlanmanın mevcut aşamasında bizi "yukarı bak" maktan alıkoyabilir. Gelişmiş ekonomiler, küresel GSYH büyümesinin yarısından fazlasını sürüklemeye devam edecek (2022'de +2,2 puan ve 2023'te +1,6 puan). Gelişmekte olan ülkeler ise Küresel Finansal Krizden (KFK) bu yana ilk kez küresel toparlanma hızının gerisinde kalacak. 2022 yılı GSYH tahminlerimiz genel olarak değişmedi. Euro Bölgesi ve ABD'nin sırasıyla +%4,1 ve +3,9 oranında büyümesini bekliyoruz. Gayrimenkul sektöründe aksaklıkların devam ettiği ve hükümetin finansal istikrara odaklandığı Çin'de ise büyümenin %5,2'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Çin'in küresel GSYH büyümesine katkısının 2015 yılından bu yana en düşük seviyeye gerilemesinin, gelişmekte olan piyasalar üzerinde olumsuz etkileri olacaktır.

## **Küresel ticaret bir kez daha uzun vadeli ortalamanın üzerinde büyüyor, ancak bu büyüme Omicron'un şiddetlendireceği işgücü ve tedarik zinciri darboğazları yüzünden kesintiye uğrayacak.**

Küresel ticaret hacminin 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla +%5,4 ve +%4,0 büyümesini bekliyoruz. Kısa vadede, Omicron salgınları nedeniyle ticari aksaklıklar ve maliyet baskıları devam edecek. Önümüzdeki iki ila dört ay boyunca, uzaktan çalışma imkânı düşük (veya olmayan), krizden ağır darbe alan sektörlerde bir miktar katma değer kaybı bekliyoruz. Aynı dönemde, Çin'deki üretim kısıtları tedarik zincirleri kaynaklı enflasyonun artmasına neden olacak. Öyle ki, Euro Bölgesi, ABD ve Birleşik Krallık'ta enflasyondaki artışın yaklaşık üçte biri (bölgeden bölgeye 1,5 ila 2 puan arası değişen oranlarda) bundan kaynaklanacak. Ancak, üç faktör nedeniyle bu yılın ikinci yarısında ticarete bir dönüm noktası yaşanabilir: (i) dayanıklı tüketim mallarına yönelik tüketici harcamalarının yavaşlaması (bu ürünlerin kullanım ömrü uzun olduğundan ve tüketiciler daha sürdürülebilir tüketim davranışları benimsemeye başladığından); (ii) çoğu sektörde stoklar kriz öncesi seviyelere döndüğünden (ve hatta bu seviyeleri aştığından) girdi sıkıntısının azalması ve (iii) kapasitenin artmasıyla nakliye kısıtlamaları hafiflediğinden teslimat sürelerinin kısalması.

## **Yaygın arz-talep dengesizliklerinin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda 2022 yılının ilk yarısının sonuna kadar enflasyonu yüksek tutmasını bekliyoruz.**

Geçici faktörlerin etkilerinin aşamalı olarak azalması, mallara yönelik arayı kapama güdüsüyle yapılan harcamaların yavaşlaması ve enerji fiyatlarındaki düşüşle, yılın ikinci yarısında toparlanma sağlandıktan sonra enflasyon da muhtemelen yavaşlayacak. Enflasyonist baskıların boyutu ve süresi hakkında devam eden belirsizliğin enflasyon beklentilerinde kalıcı olumsuz bir etki yaratmasını önlemek için merkez bankaları biraz daha sert bir duruş benimsiyor. Avrupa'da bu yıl sağlanacak mali destekler ABD'dekinden daha güçlü olacak. Ancak, bu bölgede de çoğu ülke mali konsolidasyona başladığı için bu destekler hızla azaltılacak. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu bütçe açıklarını azaltıyor ve yeniden mali manevralara izin verecek alanlar yaratmaya çalışıyor. Ancak, emtia ihracatçıları Çin'in yavaşlayan dış talebine karşı hâlen kırılan.

**Kademeli olarak yükselen oranlar, iyimser ancak giderek daha kırılgan bir sermaye piyasası ortamı yaratmaya devam ediyor.** Salgın döneminde; değişmeyen veya azalan risk primleri, düşen reel faiz oranları ve tasarruf fazlaları, uygun finansman koşullarını destekledi ve riskli varlıkların daha iyi performans göstermesine yardımcı oldu. Diğer yandan, sabit geliri varlıklar yükselen enflasyon beklentileri nedeniyle zor zamanlar yaşadı. Hisse senedi piyasalarında tarihi olarak ciddi yüksek değerlemelere izin veren pozitif bir risk duyarlılığı var ama bu beraberinde piyasalarda oynaklığı artırıyor. Söz konusu pozitif duyarlılığın devamlılığı büyüme ivmesine ve krizle ilgili politika önlemlerinin kademeli olarak kaldırılmasına yakından bağlı.

**Neler yanlış gidebilir?** Ortaya çıkan bir başka Covid-19 mutasyonuna rağmen, salgının ekonomik etkisi genel olarak zayıflıyor. Sağlık kısıtlamaları nedeniyle işgücü piyasalarında yaşanabilecek olası aksaklıklar gelişmiş ekonomilerde katma değer %2-3'ünü riske atabilir. Ek olarak, daha sıkı finansal koşullar veya politika desteğinin zamanından önce geri çekilmesi, toparlanmayı baltalayabilir ve özel sektörde ve kamu kanadında kırılganlıkları arttırarak bazı ülkeleri uçurumun kenarına sürükleyebilir. Ülkelerin ekonomi politikalarında normale dönerken izlediği farklı yollar, ülkeler arası dengesizlikleri arttırabilir ve uluslararası ticarete zarar verebilir. Avrupa ve ABD'de parasal ve mali duruşta artan farklılık, sermaye piyasasında dislokasyonları besleyebilecek artan bir ayrışma riski oluşturuyor. ABD'nin finansman koşullarını sıkılaştırmaya başlamasıyla birlikte daha yüksek sermaye çıkışlarının yaratacağı yayılma etkileri ve kur oynaklığı, Türkiye'nin (büyük ölçüde) kendi kendine çıkardığı döviz kuru krizi, Çin'den gelen dış talepteki yavaşlamanın emtia ihracatçıları için yaratacağı etkilere yönelik artan belirsizlik, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümüne damga vuran unsurlar olacak.

**+ %4.1**

**2022 Küresel GSYH Büyüme Tahmini**

# 2022'DE GELİŞMİŞ EKONOMİLER, GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİ GERİDE BIRAKMAYA DEVAM EDECEK

**Kriz sonrası toparlanma sağlam kalıyor ama ülkeden ülkeye farklılık gösteren bir şekilde devam ediyor. Çünkü gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki ayrışma artıyor.** Virüsle ilgili yenilenen endişelere rağmen; dirençli tüketim, artan yatırımlar ve güçlü bir şekilde toparlanan küresel ticaret, büyüme ivmesini destekledi. Küresel büyümenin 2022 yılında %4,1 olmasını ve 2023 yılında %3,2 ile ortalama eğilimine yakınlaşmasını bekliyoruz. Euro Bölgesi ve ABD, sırasıyla +%4,1 ve +%3,9'luk büyüme oranlarıyla küresel ekonomiye paralel büyüme eğilimleri sergileyecek. 2022 yılında +%5,2 büyüyecek olan Çin,

2015'ten bu yana küresel GSYH büyümesine en düşük katkısını yapacak (0,9 puan ile 2020 hariç). Ekonomik politika destekleri kademeli olarak geri çekilirken; aşılama oranları, arz darboğazlarının rahatlaması ve politika seçimleri, yakalama ölçeğinin (catch up effect) kritik belirleyicileri olacak. Ancak, tıpkı bu rapora adını verdiğimiz filmde olduğu gibi, mevcut büyüme dinamikleri, toparlanmanın mevcut aşamasında bizi "yukarı bak" maktan alıkoyabilir. 2022 yılının sonuna kadar üretimin potansiyel seviyesine geri ulaşması bekleniyor ama özellikle gelişmekte olan piyasalarda, kriz öncesi eğilime göre ciddi üretim

kayıpları olması muhtemel. Gelişmiş ekonomiler, küresel GSYH büyümesinin yarısından fazlasını sürüklemeye devam ederken (2022'de +2,2 puan ve 2023'te +1,6 puan), gelişmekte olan ülkeler, KFK'den bu yana ilk kez küresel toparlanma hızının gerisinde kalacak. Aşılama oranlarının hâlâ düşük olması küresel ekonomiye yüksek oynaklığa maruz bırakacağından ve daha fazla Covid-19 varyantının ortaya çıkma riskinden dolayı bu farklılığın orta vadede de devam etmesini bekliyoruz.

**Tablo 1: Küresel GSYH büyümesi (2021-23)**

|                              | 2019       | 2020        | 2021       | 2022       | 2023       |
|------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>Küresel GSYH büyümesi</b> | <b>2.5</b> | <b>-3.4</b> | <b>5.4</b> | <b>4.1</b> | <b>3.2</b> |
| ABD                          | 2.3        | -3.5        | 5.6        | 3.9        | 2.8        |
| <b>Latin Amerika</b>         | <b>0.2</b> | <b>-6.9</b> | <b>6.3</b> | <b>3.0</b> | <b>2.1</b> |
| Brezilya                     | 1.4        | -4.1        | 4.8        | 1.5        | 1.2        |
| İngiltere                    | 1.4        | -9.9        | 7.1        | 4.4        | 2.6        |
| <b>Euro Bölgesi üyeleri</b>  | <b>1.5</b> | <b>-6.5</b> | <b>5.2</b> | <b>4.1</b> | <b>2.3</b> |
| Almanya                      | 1.1        | -4.9        | 2.7        | 3.7        | 2.3        |
| Fransa                       | 1.8        | -8.0        | 6.7        | 3.6        | 1.9        |
| İtalya                       | 0.3        | -8.9        | 6.3        | 4.5        | 2.1        |
| İspanya                      | 2.1        | -10.8       | 5.0        | 5.7        | 3.2        |
| Rusya                        | 2.0        | -3.0        | 4.0        | 3.0        | 2.5        |
| Türkiye                      | 0.9        | 1.8         | 10.7       | 1.5        | 4.2        |
| <b>Asya-Pasifik</b>          | <b>4.0</b> | <b>-1.0</b> | <b>5.8</b> | <b>4.7</b> | <b>4.4</b> |
| Çin                          | 6.0        | 2.3         | 7.9        | 5.2        | 5.0        |
| Japonya                      | 0.0        | -4.7        | 1.9        | 2.5        | 1.6        |
| Hindistan                    | 4.1        | -7.3        | 8.5        | 7.1        | 6.9        |
| <b>Orta Doğu</b>             | <b>0.4</b> | <b>-4.1</b> | <b>3.1</b> | <b>3.7</b> | <b>2.5</b> |
| Suudi Arabistan              | 0.3        | -4.1        | 3.0        | 4.7        | 2.4        |
| <b>Afrika</b>                | <b>1.7</b> | <b>-2.6</b> | <b>2.9</b> | <b>3.5</b> | <b>3.8</b> |
| Güney Afrika                 | 0.3        | -6.4        | 4.4        | 2.0        | 1.4        |

Sources: Euler Hermes, Allianz Research

Note: fiscal year for India

**İyileşme sağlaştıkça, geçici faktörlerin etkilerinin aşamalı olarak sıfırlanması ve yılın ikinci yarısında düşen enerji fiyatlarını yansıtacak şekilde enflasyonun bu yıl yavaşlaması muhtemel.** ECB ve Fed, artan enflasyonun hâlâ yapısal olmadığını düşünmekle beraber beklenenden daha uzun sürdüğünü ve ilk öngörülenden daha belirsiz bir geleceğe sahip olduğunu kabul ediyor<sup>1</sup>. Enflasyon beklentileri sağlam bir şekilde sabit kalırken, yakalama etkileri (arayı kapama güdüsüyle artan harcamalar), enflasyonu neredeyse her yerde beklenenden çok daha uzun süre yukarı iten yaygın arz-talep dengesizliklerine neden oldu. Tedarik zincirleri hâlâ tıkalı, enerji fiyatları hâlâ inatçı bir şekilde

yüksek ve işgücü piyasasının bazı bölümlerinde (özellikle pandemi öncesinde zaten işgücü sıkıntısı yaşayan sektörlerde) giderek artan bir katılık var. Bastırılmış talebin serbest kalması, inşaat gibi Covid'e maruz kalmış olan ve sınırlı yerel üretim kapasitesine sahip sektörlerde aşırı canlanmaya ve dolayısıyla önemli fiyat baskılarına neden oldu. Bu durum özellikle, çıktı açığını hâlihazırda çoktan kapatmış olan ülkelerde yaygın<sup>2</sup>. Daha güçlü fiyatlama gücüne sahip sektörlerde de (otomotiv, inşaat malzemeleri ve bir dereceye kadar perakende ve depo hizmetlerinde) yer yer artan enflasyon görülüyor. Omicron varyantı nedeniyle artan belirsizlik bağlamında, tedarik zinciri kesintileri, yüksek enerji fiyatları ve işgücü

piyasasının iyileşmesi dahil olmak üzere kilit enflasyon faktörlerinin inatçılığını daha iyi kavramak için 2022 yılı ortasına kadar beklemek gerebilir<sup>3</sup>. Brent petrol fiyatının yıl sonunda 75 USD/varil'e gerilemesini ve 2023 yılı sonuna kadar da %10'a yakın bir düşüşle 69 USD/varil'e inmesini bekliyoruz. Genel olarak, ortalama yıllık enflasyonun 2022 yılında yüksek kalmasını ve ABD ve Euro Bölgesi'nde sırasıyla %4,4 ve %3'e yakın olmasını bekliyoruz. 2023 yılında ise enflasyon, geniş ölçüde hedeflerle uyumlu seviyelere gerileyecektir.

**Tablo 2: Enflasyon tahminleri, %**

|                     | 2021        | 2022f      | 2023f      |
|---------------------|-------------|------------|------------|
| <b>ABD</b>          | <b>4.7</b>  | <b>4.4</b> | <b>2.0</b> |
| <b>Euro Bölgesi</b> | <b>2.6</b>  | <b>2.8</b> | <b>1.8</b> |
| Almanya             | 3.2         | 3.1        | 2          |
| Fransa              | 2.0         | 2.6        | 1.9        |
| İtalya              | 2.0         | 2.4        | 1.3        |
| İspanya             | 3.1         | 3.9        | 1.8        |
| <b>İngiltere</b>    | <b>2.5</b>  | <b>3.8</b> | <b>2.2</b> |
| <b>Japonya</b>      | <b>-0.3</b> | <b>0.8</b> | <b>0.9</b> |
| <b>Çin</b>          | <b>0.9</b>  | <b>2.5</b> | <b>2.0</b> |

Sources: Markit, Euler Hermes, Allianz Research

<sup>1</sup> 2021'in üçüncü çeyreği için, ABD PCE deflatörü, artan ücret baskıları nedeniyle çeyreklik bazda %5,3 (bir önceki çeyrekteki %6,5'ten düşüş) oranına geriledi, ancak istihdam maliyeti endeksi on yılın en yüksek seviyesine yükseldi. Bu, Covid-19 krizi sırasında hızlanan yakalama göz önüne alındığında, enflasyonun hala Fed'in uzun vadeli %2 enflasyon hedefinin altında devam edip etmediğine dair şüpheleri artırıyor. PCE seviyesi, 10 yıllık bir geriye dönük inceleme aralığı ile bile hedefin üzerinde.

<sup>2</sup> Geçen yılın son çeyreğindeki enflasyon oranları, özellikle Almanya ve Hollanda'daki yüksek enflasyon verileriyle bu endişeyi doğruluyor.

<sup>3</sup> Şu ana kadar, ücret baskıları ABD'de daha belirgin. Euro Bölgesi'nde ise yer yer değişken.

**Reel satın alma gücü negatif olmasına rağmen, hane halkı tasarruf fazlaları özellikle Avrupa'da, 2022 ve 2023'te tüketimi desteklemeye devam edecek.**

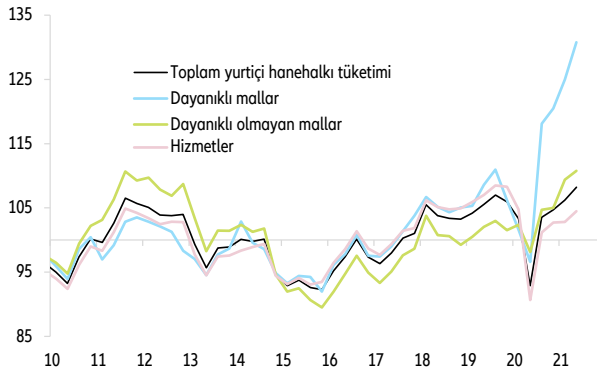
Yenilenen Covid-19 salgınlarına rağmen, bastırılmış talep, 2021 yılında İtalya'da 20 milyar euroya (GSYH'nin +1.2 puanı) ve Hollanda'da 5,4 milyar euroya (GSYH'nin +0,8 puanı) ulaşan ek tüketim yarattı. Fransa, Belçika ve Almanya'da, yaz aylarında bastırılmış talebin serbest kalması GSYH'yi yaklaşık +0.5 puan artırdı. Korku faktörü önemli ölçüde azaldığından, tüketici güveninin olumlu ve genel olarak aynı kalmasını bekliyoruz. ABD'de tasarruf oranı 2021 sonunda kriz öncesi seviyesine ulaşırken, AB'de %19 ile +6 puan üzerinde seyrediyor. Reel satın alma gücünde sene sonuna kadar düşüş yaşanacak olmasına rağmen tasarruflar

harcamalara destek sağlayacaktır. Fazla tasarruflar, daha yüksek net gelir diliminde ve daha düşük tüketim eğilimine sahip olan yaşlılarda biriktiğinden, 2021 yılında bastırılmış talebin yalnızca %20 ila %40'ının açığa çıkmış olduğunu düşünüyoruz<sup>4</sup>.

**ABD'de tüketici güveni, katı işgücü piyasası nedeniyle Aralık ayında beklentilerin üzerinde arttı.** "İşgücü farkı" (işlerin bol olduğunu söyleyenler ile iş bulmanın zor olduğunu söyleyenlerin yüzdesi arasındaki fark) tüm zamanların en yüksek seviyelerine yakın. ABD'nin aksine, İspanya (-%8), İtalya (-%3.5) ve Almanya (-%2) dahil olmak üzere çoğu Avrupa ülkesinde tüketim hâlâ kriz öncesi seviyelerin önemli ölçüde altında. Ancak, Belçika (+%0,2), Fransa (-%0,9) ve Hollanda'da (-%0,8) kriz öncesi seviyeleri

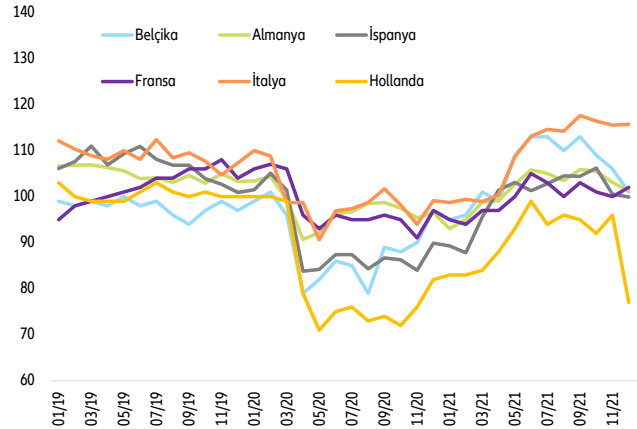
(neredeyse) yakaladı. Hareketlilik kısıtlamalarının artmasıyla 2022 yılı başlarında tüketimdeki toparlanmanın ivme kaybetmesini bekliyoruz. Hanehalkının hizmetlerden ziyade (dayanıklı) mallara yönelik harcama tercihi (bkz. Şekil 1) devam edecek ancak arayışta kapama güdüsüyle mallara yönelik yapılan harcamalar yavaşlayacaktır. Aynı zamanda, virüs endişeleri, talebin hizmetlere dönüşünü geciktirerek yeni virüs salgınları nedeniyle ortaya çıkabilecek hareketlilik kısıtlamalarını engelleyecektir.

**Şekil 1: Gelişmiş Ekonomiler —Yurtiçi hanehalkı tüketimi (100 = 2010-2019 dönemi ortalaması)**



Kaynaklar: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Araştırma

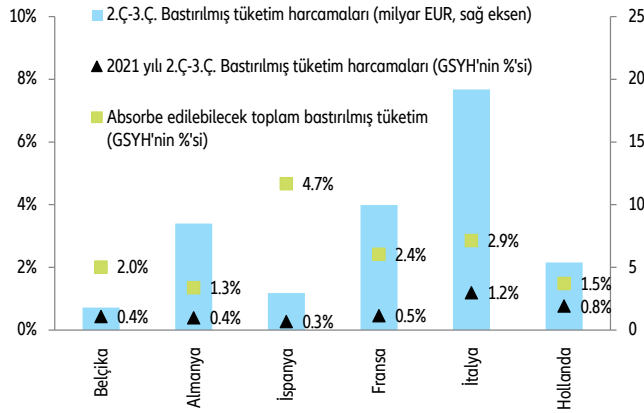
**Şekil 2: Avrupa—Tüketici güven endeksi**



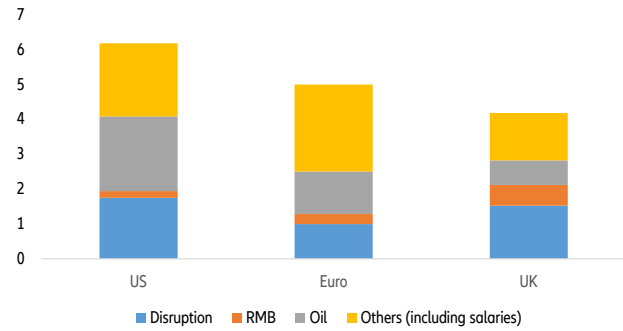
Kaynaklar: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Araştırma

Not: Serileri karşılaştırılabilir hale getirmek için, ilk önce hepsini 1998'den itibaren (İtalya için ilk gözlem) baz 100 olacak şekilde ortaladık ve Fransız serisiyle aynı olacak standart sapmalar uyguladık.

<sup>4</sup> Sert darbe alan, sözleşme yoğun sektörlerde (toptan ve perakende ticaret, ulaşım, konaklama ve gıda hizmetleri) tüketimi destekleyici tasarruf yapmama etkisinin ölçüğünü, temel trend büyümesinden sapma olarak hesaplıyoruz.

**Şekil 3: Covid'e maruz kalan sektörlerde bastırılmış tüketim**

Kaynaklar: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Araştırma

**Şekil 4: Arz-yönlü aksaklıkların enflasyona katkısı (Ekim veya Kasım 2021, yp)**

Kaynaklar: Datastream, Euler Hermes, Allianz Araştırma

**Hanehalkı, Covid-19 tasarruflarını giderek artan bir şekilde gayrimenkul, finansal yatırımlar gibi gerçek varlıklara kaydıracak.** Hisse senedi piyasalarına kaynak girişleri varlık değerlemelerinde artış yaratmaya devam etti (sermaye piyasası görünümüne ilişkin sonraki bölüme bakınız) ve emlak piyasasının bazı alanlarında da aşırı ısınma belirtileri görülüyor. Örneğin, Fransa ve İngiltere'de fiyat-kira oranları rekor seviyelere ulaştı. Fransa gibi bazı ülkelerde devreye sokulan yeni makro ihtiyati politikaların da (bu yılın Ocak ayında bu yana katı borç-gelir oranı kuralları gibi) emlak sektöründeki değerlenme hızını anlamlı bir şekilde yavaşlatması pek olası değil.

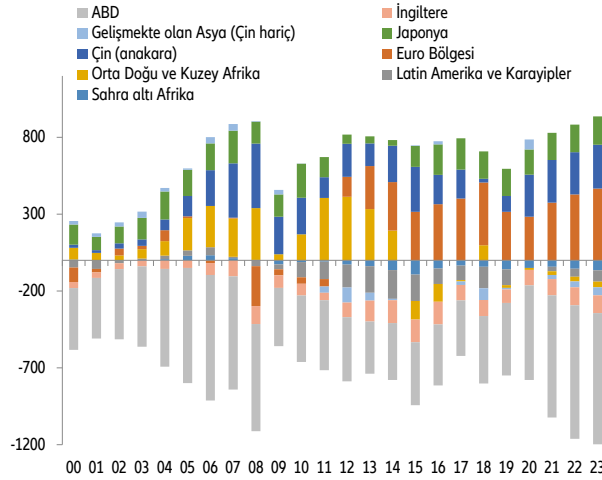
**Yatırım, özellikle ABD'de yavaş yavaş toparlanıyor.** Ticari güvenin artmış olması ve yüksek kapasite kullanım seviyeleriyle ABD'de yatırımlar geçen yılın ikinci yarısında önemli ölçüde arttı. Birçok sektörde (örneğin, bilgisayar ve makine ve teçhizat) sermaye harcamaları, uzun vadeli ortalamaların üzerine çıktı. Avrupa'da, yatırımlarda henüz bir artış olmaması, uygun fonlama koşulları ve yüksek kurumsal nakit pozisyonları göz önüne alındığında, bu yıl yakalama etkileri için önemli bir potansiyel yaratıyor. Çoğu şirket, tedarik zinciri darboğazları ve girdi kıtlığı nedeniyle

yatırım kararlarını ertelemişti. Şirketlerin kârlılıklarını korumaya devam edebilmeleri sayesinde küresel sermaye harcamalarının bu yıl hacim olarak %4,3 artmasını bekliyoruz. Kârlılığının devamını sağlayan koşullar şunlar: (i) ortalama eğilimlerin üzerinde olan talebin girdi fiyatlarındaki artışı tüketiciye yansıtmaya izin vermesi; (ii) sabit maliyetlerin daha büyük hacimlerle itfa ettirilebilmesi; (iii) yüksek likidite (Fransa ve Birleşik Krallık'ta olduğu gibi kısmen devlet garantileriyle desteklenen) ve (iv) bazı girdilerde fiyat baskısının azalması (örneğin enerji). Özellikle, ABD'de (650 milyar USD) ve Euro Bölgesi'nde (760 milyar USD) ciddi büyüklükte nakit rezervleri var.

**Küresel ticaret bir kez daha uzun vadeli ortalamaların üzerinde büyüyor.** Küresel ticaret hacminin 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla +%5,4 ve +%4,0 büyümesini bekliyoruz. Yenilenen Covid-19 salgınları göz önüne alındığında, kısa vadede küresel ticarete aksaklıklar çok olabilir. Ancak, birazdan bahsedeceğimiz üç faktör nedeniyle bu yılın ikinci yarısında nakliye darboğazlarında bir dönüm noktası yaşanabilir ve ticaret normale dönebilir: (i) dayanıklı tüketim mallarına yönelik tüketici harcamalarının yavaşlaması (bu ürünlerin kullanım ömrü uzun olduğundan ve tüketiciler daha sürdürülebilir tüketim davranışları benimsemeye başladığı için); (ii) çoğu

sektörde stoklar kriz öncesi seviyelere döndüğünden ve hatta aşılığında girdi sıkıntısının azalması ve (iii) kapasitenin artmasıyla nakliye kısıtlamaları hafiflediğinden teslimat sürelerinin ve nakliye maliyetlerinin düşmesi. Kapasitenin artmasıyla 2022 yılının ikinci yarısında nakliye sıkışıklıkları daha düşük şiddetli olacak: yeni konteyner gemileri için küresel siparişler son birkaç ayda rekor seviyelere ulaştı (mevcut filonun %6,4'üne). ABD'deki 17 milyar dolarlık liman altyapı planı da küresel baskıları rahatlatacaktır. Asya'dan Avrupa'ya ve Asya'dan Kuzey Amerika'ya giden konteyner fiyatları düşüyor (Küresel konteyner fiyatlarının zirve yaptığı döneme göre Kasım 2021'de -%11, FEU başına USD). Ancak, pandemi öncesi seviyelerin hâlâ altı kat üzerinde. Bununla birlikte, Çin'in küresel tedarik zincirlerine oynaklık getirmeye devam edecek sıfır-Covid politikasını, en azından bu yılın sonbaharına kadar sürdürmesi bekleniyor.

Şekil 5: Cari işlemler hesabı dengeleri



Kaynaklar: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Araştırma

### Ancak, dış dengesizlikler de artıyor.

ABD'de cari işlemler açığı GSYH'nin -%3.4'üne, 2008'den bu yana en yüksek seviyeye genişledi ve tahmin dönemimiz boyunca yüksek kalacak (GSYH'nin -%3.0 ila -%3.5'i). Gelişmekte olan piyasalarda, özellikle Latin Amerika'da da cari işlemler açığı genişliyor. Öte yandan, elektronik için devam eden güçlü küresel talep ve deniz aşırı seyahatlerin düşmesi sonrasında Çin'in azalan hizmet sektörü ticaret açığı nedeniyle Çin'in cari fazlasının 2022-23'te yüksek kalacağı tahmin ediliyor (sırasıyla +%1.7 ve +%1.4). Euro Bölgesi'nin cari hesap fazlası da pandemi öncesi seviyelerin üzerine çıkacak (2023'te +%3,5) ve hizmetlerdeki fazla tarafından desteklenecektir. Büyük Euro Bölgesi ülkeleri birbirlerine zıt gelişmeler kaydetmeye devam edecek: Almanya'da ticaret fazlası 2022'de artarken Fransa'da ticaret açığı genişleyecektir.

**İyileşme devam ederken, kademeli olarak geri çekilen para ve maliye politikası desteği etkili bir şekilde özel talebe ve sürdürülebilir büyümeye dönüşmelidir.** Politika desteklerinde salgın öncesi döneme dönüştürülecek her ülke

farklı bir yol izlediği için ülkeler arasındaki dengesizlikler de arttı. Maliye politikalarına bakıldığında ABD'de mali konsolidasyonun Avrupa'dakinden daha güçlü olacağı görülüyor. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu bütçe açıklarını azaltıyor, ancak emtia ihracatçıları gelecekteki bir düşüş döngüsüne karşı hâlâ savunmasız. Para politikasına bakıldığında mevcut enflasyonist baskılar, gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarında artış senaryosunda temel bir değişiklik olmaksızın parasal duruşta biraz daha sert olunabileceğine işaret ediyor. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise zaten çoktan faiz artışlarına başladı.

### Para politikası daha az destekleyici.

Gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankaları, parasal teşviki çok erken geri çekme konusunda temkinli davrandı. Ancak şimdi, enflasyon beklentilerinin bozulmaması için harekete geçti. Daha güçlü enflasyon ve büyümenin, ekonomik durgunluktan öngörülenden daha hızlı çıkılacağını göstermesiyle Fed, parasal sıkılaştırmanın hızını arttırarak halihazırda destekleyici duruşunun tonunu çoktan düşürmeye başladı. Kurumun Mart ayına kadar varlık

alımlarını azaltılmasını hızlandırmasını, ikinci çeyrekte de iki yıllık bir sıkılaştırma döngüsü başlatmasını bekliyoruz. ABD'de uzun vadeli getirilerdeki son artış, piyasaların daha agresif bir parasal duruş beklediğine işaret ediyor. Bu durum tahvil piyasalarındaki fiyat oynaklığını da artırdı. Enflasyon beklentileri büyük ölçüde sabit ve ücret artışları inişli çıkışlı olduğundan AMB'nin sabırlı kalması ve enflasyonda bir miktar artışa göz yumarak 2023'ten önce herhangi bir faiz artışa gitmemesi bekleniyor. Parasal sıkılaştırmanın Aralık 2022'de açıklanması ve 2023'ün ortalarında tamamlanması, Eylül 2023'te de ilk faiz artışının gelmesi bekleniyor.

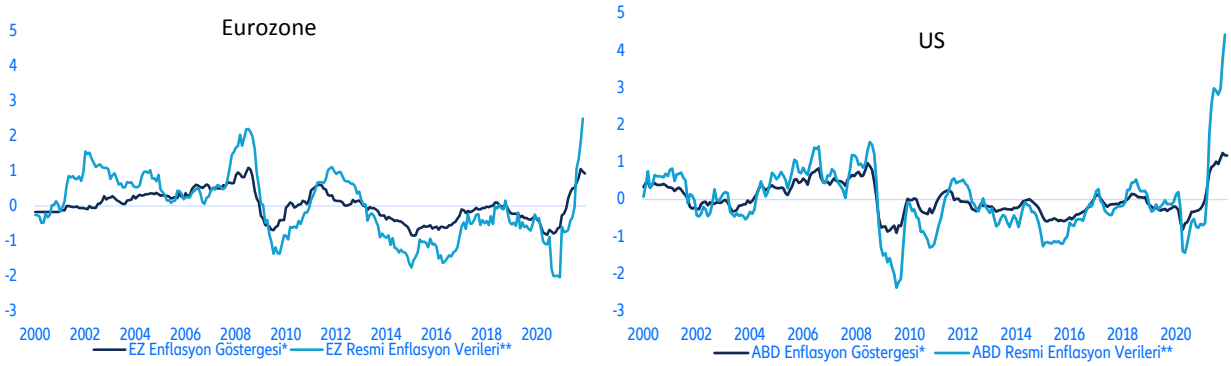


Diğer büyük merkez bankaları da benzer şekilde ileriye dönük yönlendirmelerini daha az destekleyici bir parasal duruşa kaydırmaya başladılar. ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde parasal sıkılaştırmanın başlamasıyla, gelişmekte olan ülkeler de döviz kurundaki değer kaybını kontrol altına almak için faiz oranlarında artışa gitmeye devam edecek. En agresif faiz artışlarının Latin

Amerika, Doğu Avrupa ve daha az ölçüde Afrika'dan gelmesini bekliyoruz. Asya, ASEAN bölgesinde normalleşmenin çok hızlı gerçekleşmesiyle buna bir istisna olmayı sürdürecektir. Buna karşılık Çin, ekonomik büyümeyi istikrara kavuşturmak ve gayrimenkul sektöründen kaynaklanan bulaşma risklerini önlemek için Temmuz 2021'de başladığı parasal gevşemeyi ilave faiz

indirimleri (2022 yılında ana kredi faiz oranında en az -10 baz puan) ve likidite enjeksiyonları (açık piyasa işlemleriyle birlikte 2022 yılının ilk yarısında zorunlu karşılık oranında -50 baz puan) ile güçlendirecek.

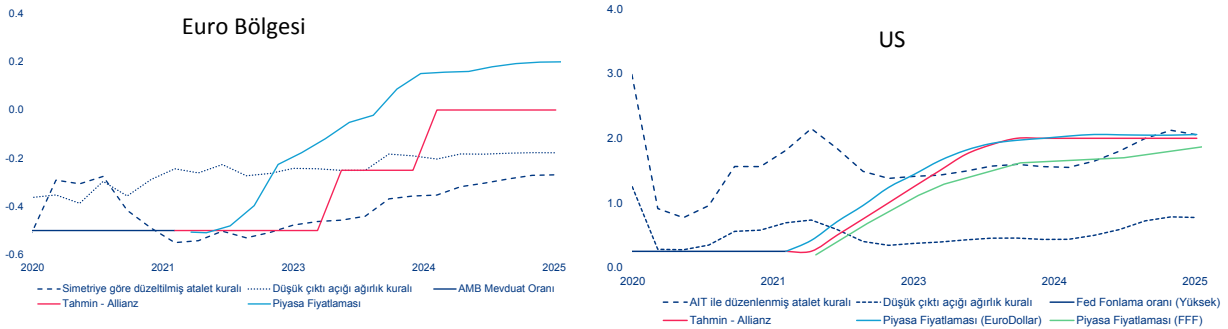
**Şekil 6: Euro Bölgesi ve ABD enflasyon (z-değeri)**



Kaynaklar: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Araştırma

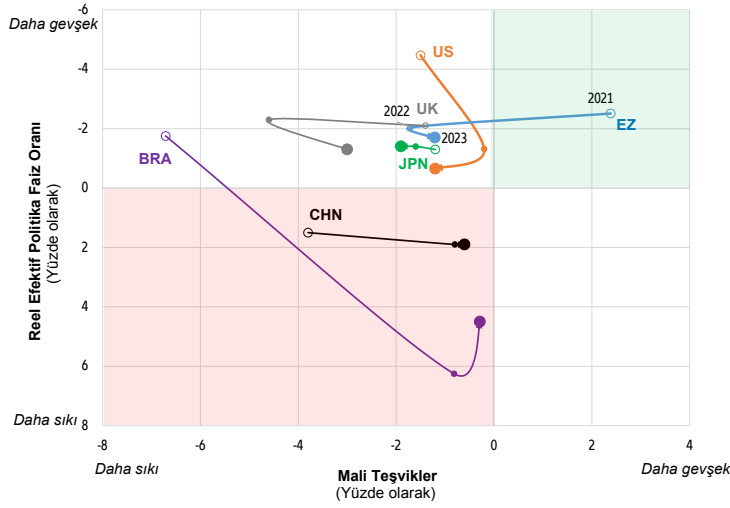
Not: \*/ 15 alt bölümden oluşan eşit ağırlıklı ve normalleştirilmiş bileşik ölçü (temel eğilimler (değiştirilmiş/kırılmış ölçüler), tahminler, piyasa-bazlı enflasyon ölçümleri, vade yapısı modellerinin ima ettiği beklenen enflasyon, parasal toplamlar, tüketici ve üretici fiyat bileşenleri, işgücü piyasası göstergeleri, emtia fiyatları, kurumsal marj ve kârlılık ve tedarik zinciri kesintilerinden kaynaklanan fiyat etkisi tahminleri) \*\*/ Ulusal makamlar tarafından rapor edilen, manşet ve çekirdek enflasyonu içeren eşit ağırlıklı ve normalleştirilmiş bileşik ölçü.

**Şekil 7: Euro Bölgesi ve ABD - Faiz oranı öngörülerini**



Kaynaklar: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Araştırma

Şekil 8: Seçili gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler: parasal ve mali duruş (2021-23)



Kaynaklar: FAO, Euler Hermes, Allianz Araştırma

**Mali konsolidasyona doğru...** Çoğu ülkede kamunun mali destekleri azalırken ABD mali konsolidasyonda yavaşlamaya gitti. Avrupa ise yapısal sıkılaştırmaya ancak gelecek yıl başlayacak. Çinli yetkililer yurtiçi talebi desteklemek ve emlak piyasasından kaynaklanan etkileri hafifletmek için mali konsolidasyonda biraz gevşemeye gitti. Çoğu gelişmekte olan ülke; yüksek hükümet gelirleri, işçi döviz girişi, ihracat gelirleri ve sermaye girişleri sayesinde mali durumunu iyileştirdi. 2021 yılında neredeyse tüm gelişmekte olan ülkelerde bütçe açıkları 2020 yılına kıyasla daraldı. Nijerya, Tunus, Çekya, Slovakya, Letonya ve birkaç yükselen Asya ekonomisi buna istisna oluşturuyor. Ancak, söz konusu gelişmekte olan Asya ekonomilerinin çoğu ve üç AB ekonomisi yeterli mali alana sahip. Buna karşılık; mevcut bütçe açıkları, muhtemel pasiflerin ortaya çıkması (devlete ait işletmelerden ve devlet garantili kredilerden kaynaklanabilecek) ve aynı zamanda faiz oranlarının yükseldiği bir ortamda borç servisi maliyetlerinin de artması, kamu borçlarının birikmesine neden olacaktır. Latin Amerika'da Arjantin ve Brezilya; Afrika'da Tunus ve Gana; Orta Doğu'da Bahreyn, Ürdün, Umman ve Gelişmekte Olan Asya'da Sri Lanka, Pakistan, Filipinler ve Hindistan, 2022 yılında borç sürdürülebilirliği bakımından sıcak bölgeler olacak.

**Finansman koşulları elverişli olmaya devam ediyor, ancak finansal istikrar riskleri artıyor.** Bankaların çoğu, büyük olasılıkla kredi zararlarını karşılayacak kadar büyük sermaye tamponlarına sahip. Borç alanlara verilen destekler ve etkin sermaye koruma önlemleri sayesinde bankalar sermaye oranlarında önemli bir değişiklik olmaksızın, artan ödeme aksaklıklarını yavaşça absorbe edebildiler. Bununla birlikte, destek önlemleri azaldıkça varlık kalitesinin kötüleşmesi halihazırdaki kredi zararlarına hazırlıklı olma durumunun yeterliliğini test edecek noktaya getirebilir (özellikle özel sektörde kaldıraç yüksek olduğu ve bankaların ağır darbe alan sektörlerle çalıştığı ülkelerde). Bazı ülkelerde, düşük faiz oranları, artan rekabet ve yükselen ev fiyatları bağlamında aşırı risk alma durumu söz konusu oldu. Borç verme koşullarındaki gevşemeyle beraber konuta yönelik gayrimenkul fiyatlarındaki hızlı artış bazı kırılganlıkların gerçekleşmiş olabileceğine işaret ediyor.

**Olumsuz virüs dinamikleri toparlanmayı yavaşlatabilir ve küresel dengesizlikleri şiddetlendirebilir.** Virüsün ekonomik etkisi genel olarak zayıflıyor olsa da başka bir Covid-19 mutasyonunun ortaya çıkması büyüme görünümüne dair yeni bir belirsizlik yarattı. Aşılama oranlarının "sürü bağışıklığına ulaşmak

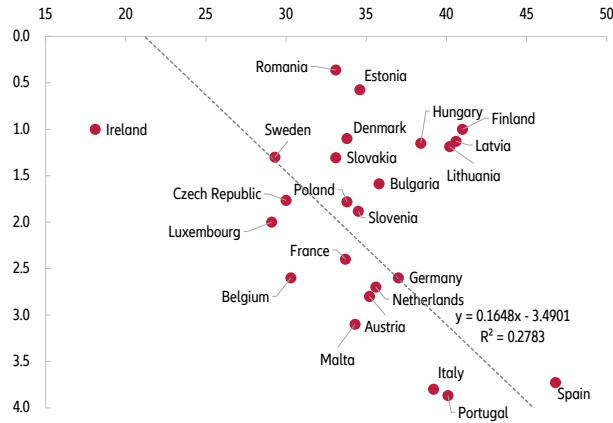
için gereken eşiğin altında kalması" ve "gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermesi" yeni virüs mutasyonları durumunda yeniden karantina önlemlerinin alınmasını gerektirebilir. Yine aynı nedenlerden dolayı virüs mutasyonları ekonomik toparlanmanın ülkeler arasında eşitsizlik göstermesine neden olabilir ve küresel olarak bütüncül bir toparlanma yaşanmasının önüne geçebilir. Yeni bir Covid-19 dalgası, arayı kapatma güdüsünden kaynaklanan mallara yönelik yoğun talep ile sıkışmış arz arasındaki mevcut dengesizliği önemli bir süre daha uzatabilir. Kısmi ve daha hedefli kapanmaların yanı sıra daha sıkı kısıtlamalar, toparlanma ivmesini yavaşlatabilir ve toplam talepte düşüş yaratabilir. Ancak önceki dalgalara kıyasla bunların etkisi daha az olacaktır (reel faaliyetler sıkı sınırlama önlemlerine daha iyi uyum sağlayacaktır). Mevcut virüs dinamiklerinin (özellikle; şiddetinin artışı, bulaşıcılığı ve sınırlama önlemlerinin) ekonomik etkileri henüz tam olarak anlaşılmamıştır.

Yurtiçi talebin ve küresel ticaretin sağlıklı ilgili kısıtlamalara duyarlılığı azaldığı için Omicron'la ilgili belirsizliğin ve ona yönelik alınan yumuşak önlemlerin, 2022 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ekonomilerde çeyreklik GSYH büyümesinden sadece -0.3 puan götüreceğini tahmin ediyoruz.

Toparlanmanın daha yavaş olması daha fazla ekonomik yara bırakacaktır çünkü daha yavaş bir toparlanma, ülkeler arası dağıtım etkisini daha da olumsuz etkileyecek ve eşitsizlikleri arttıracaktır. Çoğu ülke kriz öncesi üretim seviyelerine geri dönmeyi başarırken, toplam kümülatif üretim kaybı, özellikle temas

yoğun sektörlerin daha yüksek paylara sahip olduğu ekonomilerde (ki bu ekonomiler yinelenen virüs dalgalarından ve buna bağlı ekonomik etkilerden de daha fazla etkilenme potansiyeline sahiptir) oldukça büyük olmuştur (Şekil 10).

**Şekil 9: Avrupa: Krizin yarattığı tahmini üretim kaybı ve yüksek oranda etkilenen sektörlerin payı\* (2022) (yüzde olarak)**



Kaynaklar: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Araştırma

Not: \*/ Üretim kaybı tahmini 2019 sonu itibarıyla (kriz öncesi) 2022'de öngörülen GSYH seviyesiyle 2022'deki mevcut GSYH seviyesi arasındaki farka dayanılarak yapılmıştır; x eksenini, brüt katma değer (BKD) içindeki payı cinsinden yüksek oranda etkilenen sektörü gösterir; ölçeklendirme nedeniyle Yunanistan (%9,0 çıktı kaybıyla) grafiğe dahil edilmemiştir.

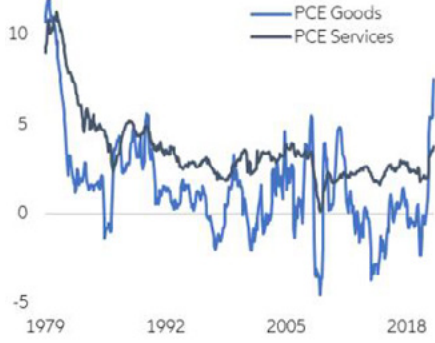
**Enflasyona yönelik aşağı yönlü risk, merkez bankalarını desteklerini geri çekme konusunda aceleci davranmaya itebilir ve beraberinde parasal duruşta aşırı-sıkılaştırma riski doğurabilir.** Pandemi ile ilgili teknik/tek seferlik faktörlerin etkisi azalırken, kilit sorulardan biri, potansiyel olarak daha zararlı omicron varyantının ortaya çıkması toparlanma momentumunu yavaşlatırsa ve yeniden açılma hızını geciktirirse, altta yatan enflasyonist baskılara ne olacağı ile ilgili. Örneğin, ABD Merkez Bankası, uzun vadeli enflasyon beklentilerini ve getirilerini kontrol altında tutmak için gerekirse daha hızlı hareket edeceğinin sinyallerini verdi. Hem Euro Bölgesi'nde hem de

ABD'de çekirdek enflasyon, büyük ölçüde güçlü toplam talebi destekleyen yakalama etkileri (arayı kapama güdüsü harcamaları) tarafından yönlendirilmeye devam ediyor (Şekil 10 ve 11). Pandemi kesintilerinin beklenenden daha uzun sürmesi durumunda rekor seviyelerdeki net harcanabilir hane geliri, malların tüketimine orantısız bir şekilde akacak bol miktarda yedek nakit olduğu anlamına geliyor. Bu durum aynı zamanda, fiyat baskılarının daha kısa ömürlü olma eğiliminde olduğu "hizmetlere" yönelik tüketimin geri dönüşünü de geciktirebilir. Hanehalkının harcama tercihleri "hizmetlerden" ziyade "(dayanıklı) mallara" olacak şekilde devam edebilir. Ancak, mallara yönelik

yoğun olan bu talepte bir yavaşlama olacaktır. Virüse yönelik endişeler de talebin hizmetlere dönüşünde gecikme yaratabilir (örneğin, insanların hastalık bulaşır korkusuyla kalabalık cafe, restoranlara vs gitmemesi). Bu da daha fazla yeni salgının beraberinde getirebileceği yenilenen hareketlilik kısıtlamalarının önüne geçecektir. Ancak, dayanıklı malları yenilemeye yönelik yapılan harcamaların sonu gelmek üzere ve bu da talebin, halihazırda görece dar olan arz koşullarına uyum sağlamasını kolaylaştıracak ve fiyat baskılarını yumuşatacaktır<sup>5</sup>.

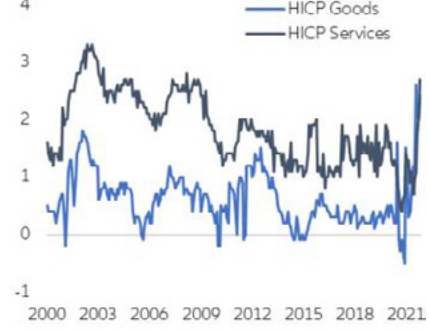
<sup>5</sup> Ayrıca, enflasyon için yukarı yönlü riskler vardır. Örneğin; verimliden ziyade dayanıklı olan tedarik zincirlerinin kalıcı maliyetleri, belli bir alana odaklanmış sektörlerde fiyatların aşağı yönde katılığı, verimsiz kaynak dağılımları nedeniyle düşük verimlilik.

Şekil 10: ABD çekirdek enflasyon (y/y %)



Kaynaklar: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Araştırma

Şekil 11: Euro Bölgesi çekirdek enflasyon (y/y %)



Kaynaklar: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Araştırma

**Politika hatalarına yönelik riskler artıyor.** Daha sıkı finansal koşullar veya politika desteğinin erken geri çekilmesi, (bazı ülkeler için potansiyel uçurum kenarı etkileriyle) toparlanmayı baltalayabilir ve özel sektör ve kamu sektörü kırılganlıklarını artırabilir. Tersine, enflasyonist baskılar devam ederse, merkez bankaları eğrinin gerisine de düşebilir. Çünkü aşırı yüksek enflasyon, potansiyel olumsuz ücret-fiyat geri bildirim etkileriyle büyüme dinamiklerini bozabilir. Ülkelerin ekonomi politikalarında normale dönerken izlediği farklı yollar, uluslararası ticarete zarar verebilir ve gelişmekte olan ülkeler için olumsuz yayılma etkileri yaratabilir. Avrupa ve ABD'de parasal ve mali duruşta artan farklılık, sermaye piyasasında dislokasyonları besleyebilecek artan bir ayrışma riski oluşturuyor. ABD'nin finansman koşullarını sıkılaştırmaya başlamasıyla birlikte daha yüksek sermaye çıkışlarının yaratacağı yayılma etkileri ve kur oynaklığı, Türkiye'nin (büyük ölçüde) kendi kendine çıkardığı döviz kuru krizi, Çin'den gelen dış talepteki yavaşlamanın emtia ihracatçıları için yaratacağı etkilere yönelik artan belirsizlik, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümüne damga vuracak unsurlar olacak. Buna ek olarak, Çin-Amerika ilişkilerinin daha da kötüleşmesi ve Ukrayna'da tırmanan

gerginlikler de dahil olmak üzere olumsuz jeopolitik gelişmeler, piyasalar üzerinde olumsuz etkileri olan başka siyasi riskleri tetikleyebilir.

**Bu yıl risk dengesini şekillendirecek birçok önemli gelişme var.** Piyasalar yeni bir faiz artışı döngüsüne yönelik beklenti ve hazırlık içindeyken, Mart 2022'de başlaması öngörülen Fed'in parasal sıkılaştırma kararının giderek sallantı içine girdiğini görüyoruz. Kriz desteğini geri çekme konusunu erteleme AMB dikkate alındığında yüksekte uçan USD 2022 yılının ortalarına kadar küresel ekonomiye ve gelişmekte olan ülkelerin gündemine damgasını vurabilir. AMB'ye bakıldığında, yılın ikinci yarısında, 2025 yılına kadar uzanan yeni makroekonomik tahminlerle bir söylem değişikliğine gidilmesi ve faiz oranı artışlarının tekrar gündeme gelmesi (ve bunun sonucunda İtalyan spreadlerinin daha da genişlemesi) muhtemel. Ocak ayı sonunda yapılması planlanan seçimleri AB yanlısı bir İtalyan cumhurbaşkanı adayını kazanırsa dinamikler yönetilebilir durumda kalır. Maliye politikası açısından öne çıkan bir konu da AB mali çerçevesi reform tartışmaları olmuştur. Yeşil Anlaşma'ya (Green Deal) yönelik bir duraksama daha yaşanması anlaşmanın başarısını ciddi şekilde baltalayabilir. Siyasi riskler

bu yıl yüksek görünüyor. "Bilinen bilinmeyenler" söz konusu olduğunda, Covid-19 krizinin (yanlış) ele alınması, ulusal anketlerde büyük olasılıkla ön plana çıkacak. Avrupa'da; Portekiz, İsveç, Fransa ve Macaristan'daki (AB'deki geleceğine ilişkin bir oylama) önemli oylamaların yer aldığı yoğun seçim takviminin yanında, dünyanın en büyük iki ekonomisi de sandık başına gidecek. Çin'de, Xi Jinping muhtemelen üçüncü beş yıllık görev süresine başlayacak ve Komünist Parti, 2022 yılının sonlarında yeni liderini seçerken siyasi nüfuzunu daha da güçlendirecek. Bu arada, mevcut anketlere bakılırsa, ABD'deki Biden yönetimi, Kasım ayında yapılacak ara seçimlerde politik olarak kan kaybına uğrayabilir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik olarak ağır sıkletlerinden; Filipinler, Kolombiya ve Brezilya'da seçmenler sandık başına gidecek. Jeopolitik cephede, ABD-Çin ilişkisi muhtemelen gergin kalmaya devam edecek ve Pekin'deki Kış Olimpiyat Oyunları, gerilimin yeniden alevlenip alevlenmeyeceğine dair ilk test olacak.

Şekil 10: 2022 Seçimlerine Genel Bakış



Kaynaklar: Euler Hermes, Allianz Araştırma

**Aşılamanın yaygınlaştırılmasını hızlandırmanın yanı sıra, temel politika önceliği toparlanmanın hızına göre destekleri ayarlayabilmek olacak. Desteklerin kademeli olarak, büyüyen firmalara ve sektörler odaklanacak daha hedefli önlemlere kaydırılması gerekiyor.** Bir diğer önemli zorluk, kaynak dağılımı ihtiyaçlarının potansiyel boyutunu ve yapısal dönüşümün ölçeğine yanıt olarak kaynak dağılımını kolaylaştırmada, ekonomik politikaların oynaması gereken rolü belirlemek.

- Maliye politikası kanadında, ABD Yönetiminin, Senato'nun onayını alarak altyapı ve iklim politikasına ilişkin ek sermaye harcama planlarını finanse edilebilmek ve yakın vadede uygulayabilmek için "Daha İyisini İnşa Et (BBB)" yasa tasarısını değiştirmesi gerekecek. BBB olmadan, bu yıl için büyüme tahminimiz yaklaşık 0,5 puan kadar azalacaktır. Atlantik'in diğer tarafında, AB, askıya alınan mali kuralların geleceği ve geri getirildikten sonra potansiyel değişikliklerin kapsamı hakkında çok önemli bir tartışmayla karşı karşıya kalacak. Üye ülkelerin artmış borç seviyeleri dikkate alındığında, mali kurallarda reform yapmak, istikrar ve yatırıma yönelik kalıcı bir merkezi mali kapasite ile birlikte borç çıpası

olan bir harcama artış kuralına geçiş gerektirebilir. Çok fazla mali olanağa sahip olmayan ülkelerde yatırım getirilerinin daha yüksek olabileceği ve karbon emisyonlarını azaltmanın faydalarının ulusal sınırların dışına taşıdığı göz önüne alındığında iklim yatırımlarına özel olarak odaklanma, AB'nin ortak iklim hedeflerine ulaşmasına yönelik daha verimli bir yol olabilir.

- Para politikası kanadında, fiyat baskıları genele yayılmaya başlar ve kendi kendine güçlenecek gibi olursa (enflasyon beklentileri ve ücretler arasında olumsuz kendi kendini besleyen bir döngü oluşma olasılığı artarsa) AMB ve Fed harekete geçmeye hazır olmalıdır. Makroekonomik tahminlerin yeni turunda, hem Fed hem de ECB, özellikle yakın vadede daha yüksek enflasyon ancak daha düşük büyüme öngörüyor. Fiyatlar üzerindeki baskının yayılmaya başlayarak ortak beklentilerin üzerinde gelmeye başlamasıyla tetiklenen enflasyon tahminindeki artışlar, ileriye dönük rehberliğin etkinliğini önemli ölçüde aşındırabilir ve para politikasında normale dönüşün ölçeğini ve süresini değiştirebilir. Uzun vadede, işgücü piyasalarındaki gelişmeler ve bunun

enflasyon gelişmeleri üzerindeki etkisi (çıktı ve beklentiler) ile krizin trend büyümesi üzerindeki etkisi, para politikasına yönelik duruşu belirleyecek kilit unsurlar olacak. Biraz daha sert bir tonla ileriye dönük rehberlik politikası büyük ihtimalle devam edecek olsa da genel sıkılaştırma döngüsünün mevcut piyasa fiyatlandırmasının önerdiğinden (ABD'de tarihsel standartlara göre daha sığ ve uzun süreli ve Euro Bölgesi'nde reel anlamda çok az bir sıkılaştırma) daha az agresif olmasını bekliyoruz.

<sup>6</sup> Böyle bir reform, kuralları büyük ölçüde basitleştirecek ve kurallara uyumu ve kuralların uygulanmasını iyileştirecektir. Aynı zamanda, yüksek borçlu ülkelere ortak borç hedefine ulaşmak için daha uzun bir süre tanıyarak ve harcamalardaki artış ülkenin nominal büyümesine bağlayarak, dolaylı olarak AB ülkelerinin farklı koşullarını dikkate almış olacaktır. Makroekonomik istikrar ve yatırım için merkezi bir mali kapasite oluşturmak çeşitli şekillerde yardımcı olabilir: (i) mali erişimi şarta bağlı hale getirerek mali kurallara uyum için teşvikler sağlamak; (ii) AB'de kamu yatırımlarını canlandırmak ve (iii) Euro bölgesinin dayanıklılığını arttırmak.

# BÖLGESEL GÖRÜNÜMLER

## ABD: güçlü toparlanma devam ediyor ama parasal ve mali destek daha az

2021 yılında %5,6 olan ABD GSYH büyümesinin 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %3,9 ve %2,8 olacağını tahmin ediyoruz. Krize yönelik mali desteğin etkisi azalsa da desteğin odağı; altyapı projeleri ve sosyal güvenlik gibi uzun vadeli harcamalara kaydırılarak büyümeyi desteklemeye devam ediyor. 2021 yılında GSYH'nin %12,5'i kadar olan bütçe açığının %6'ya yaklaşmasını bekliyoruz. Build Back Better (BBB) programı daha da ertelenirse (veya ABD senatosu tarafından hiç onaylanmazsa), programda 2031 yılına kadar öngörülen 514 milyar euroluk yeni kamu altyapısı harcamaları gerçekleşmeyeceği için tahminlerimizi; 2022'de 0,5 puan, 2023'te 0,25 puan ve 2024'te 0,2 puan aşağı çekmemiz gerekebilir. Omicron varyantı nedeniyle yenilenen kısıtlamaların, 2021 yılının son çeyreği ile 2022 yılının 2.Ç. arasında çeyreklik büyümeyi yaklaşık 3 puan azaltması muhtemeldir (önceki dalgalara kıyasla ekonomik etkinin yarısı olduğu varsayarsak).

Enflasyonun 2021 yılında sürpriz bir şekilde yukarı yönlü kafa kaldırışı ekonomik durgunluğun beklenenden daha hızlı azaldığını gösterdi. Enflasyon tahminlerimizi 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %4,4, ve %2 olacak şekilde yukarı yönlü revize ettik. Enflasyonun fırlamasına neden olan başlıca faktörlerin hâlen geçici olduğunu düşünüyoruz. Fed, varlık alımlarının azaltılmasını zaten hızlandırdı ve en geç 2022 yılı ilk çeyreğinin sonuna kadar ilk faiz artışının gelmesini bekliyoruz. Bunu takiben 2022 yılında iki kere daha faiz artışına gidilebilir ve 2023 yılında da dört kez faiz artışı olabilir. Öngörülen faiz artışı döngüsü, tarihsel standartlara göre uzun ve sığ olsa da parasal daralmanın sona ermesi ile ilk faiz artışı arasındaki süre, önceki para politikası normalleşme dönemlerine kıyasla daha kısa olacaktır (Örneğin 2014'te ilk faiz artışı, indirimin başlamasından iki yıl sonra gerçekleşmişti). Bunun iki nedeni var: (i) KFK'den farklı olarak, finans kurumları ve bankalar çok daha iyi durumda ve artan faiz oranları kredi sıkışıklığı yaratmayacaktır (özellikle, krize yönelik sağlanan destek sayesinde hanehalkının

ve şirketlerin nakit tamponları göz önüne alındığında) (ii) Fiyatlar ve maaşlar üzerindeki baskı bugün çok daha güçlü ve işsizlik oranı %4,2 (Kasım 2021). Hızla yükselen ücretlerle, enflasyon tahminine yönelik yukarı yönlü en büyük risk; yüksek enflasyonun ekonomiye gömülü hale gelmesi ve bunun daralan istihdam piyasası nedeniyle fiyatları olumsuz şekilde etkilemesi. Enflasyon beklentileri yüksek kalmaya devam ederken işgücüne katılım oranı uzun vadeli ortalamasının altında. 2000'den bu yana %64,5 olan orana kıyasla Kasım 2021'de %61,8. Bu da özellikle de yüksek vasıflı işgücüne kıyasla daha güçlü bir ücret artışı yaşayan düşük vasıflı işçiler için işsizlik oranını yapay olarak azaltıyor. Bununla birlikte, destek programlarının çoğu yakında biteceği için işgücüne katılım oranının da önümüzdeki aylarda normalleşmesi muhtemel.

### Euro Bölgesi: toparlanma devam ediyor ama hız kaybediyor

Euro Bölgesi ekonomik döngüsü 2022 yılında pandemi cephesindeki gelişmeleri yansıtacak şekilde dalgalı olmaya devam edecek. Geçen yaz tüketime dayalı güçlü bir büyüme hamlesinin ardından, büyüme dinamikleri 2021 yılının sonuna doğru kararlı bir şekilde zayıfladı. Tedarik zincirlerinde uzun süredir devam eden aksaklıklar sanayi üretimi üzerinde 2022 yılı ortasına kadar baskı yaratmaya devam edecek. Yeni Covid-19 dalgası bölgede etkili olduğundan ve enflasyondaki artış hanehalkının satın alma gücüne zarar verdiği için özel tüketim harcamalarına yönelik toparlanma da (özellikle hizmet sektörlerine yönelik) yeniden sekteye uğradı. Sonuç olarak 2021 yılı 3.Ç.'nde %2 olan Euro Bölgesi çeyreklik büyümesi 2021 yılı son çeyreği ve 2022 yılı ilk çeyreğinde ortalama %0,5'e gerileyebilir. Yine de Euro Bölgesi 2022 yılına en azından kriz öncesi GSYH seviyelerini yakalayarak başladı.

Seneye zayıf başladıktan sonra Euro Bölgesi'nin büyüme yıldızları bahara kadar toparlanacak ve bölgede çeyreklik GSYH büyümesinin Nisan – Eylül arasında %1'in üzerine çıkmasını sağlayacaktır. Öncelikle, arz yönlü zorluklar azalmaya başlayacak ve enerji

fiyatları son zamanlardaki yüksek seviyelerinden belirgin şekilde aşağı gelecektir. Ayrıca, salgın süreci iyileştikçe Euro Bölgesi'nde hizmet sektörü de toparlanacak ve dördüncü dalga sırasında kaybedilen çıktının çoğunu telafi edebilecektir. Bu bağlamda, halen yüksek olan hanehalkı tasarrufları ve güçlenen işgücü piyasası, işsizliğin hızla kriz öncesi seviyelere geri dönmesiyle yılın ikinci yarısında tüketimin toparlanması için verimli bir zemin oluşturabilir. Kamu işletme destek önlemleri ve ücretsiz izin destekleri dahil başlıca mali destekler, en çok etkilenen ülkelerde devam ettirilerek iç talebe destek verilecek. Askıya alınan AB mali kurallarına ilişkin bazı mütevazı reformlar, ulusal hükümetlere muhtemelen 2023'ten itibaren nefes alanı sağlayacağından Euro Bölgesi'nde maliye politikası destekleyici olmaya devam edecektir. NGEU kurtarma paketinin destekleyici etkileri 2022-23'te zirve yapacak ve GSYH büyümesine 1,5 puana kadar katkıda bulunacak. Genel olarak bakıldığında, geçen yıl +%5,2 olan GSYH büyümesinin, 2022'de +%4,1'e ve 2023'te +%2,3'e yavaşlaması bekleniyor.

ABD'ye benzer şekilde, Euro Bölgesi'nde de enflasyon aşımı, başlangıçta beklenenden daha belirgin ve daha yapışkandı ancak mevcut fiyat baskıları yapısal değil. Ayrıca, arz-talep

dengelessizliklerinin ve yüksek enerji fiyatlarının etkileri azaldıkça bu durum yıl boyunca hafifleyecektir. Enflasyon beklentileri büyük ölçüde sabit kalmaya devam ediyor ve ücret artışları inişli çıkışlı. Enflasyonun bu yıl %2,8, 2023'te ise %1,8 olmasını bekliyoruz. Bu yılki düşük enflasyon, AMB'ye, krize yönelik başlatılan ve yakında sonlandırılacak varlık satın alma programından (pandemic emergency purchase programme: PEPP) kademeli bir geçişi yönetmesi için alan sağlayacak. Böylece, "gerçek daralma" yani APP (asset purchase programme) programı Ocak 2023'e kadar ötelenebilecek. APP'nin Eylül 2023'te tamamlanmasının ardından, 2011 yazından bu yana ilk kez bir faiz artışı bekliyoruz. Böylece, AB'de faiz artışı Fed'in faiz artışına başlaması üzerinden bir yıldan fazla zaman geçtikten sonra başlamış olacak ve 2005 sonundan beri ilk kez anlamlı bir faiz artışı döngüsüne girecek. Ancak, orta vadede enflasyon riskleri yukarı yönlü eğilimini koruyor. Enflasyon gelecek yıl hedefin üzerinde kalırsa AMB, mevcut para politikası duruşunu şu anda öngörülenden çok daha ani bir şekilde değiştirmek zorunda kalabilir. Bu da büyüme dinamiği üzerinde baskı yaratıp finansal istikrar endişelerini artırabilir.

### Almanya: Euro Bölgesi toparlanmasına artık öncülük etmiyor

Almanya kriz döneminin başında çoğu Euro Bölgesi ekonomisinden daha iyi durumdayken 2021 yılının sonlarına doğru büyüme ivmesi önemli ölçüde zayıfladı. Mevcut tahminlerimize göre 2021 yılı için bölgenin en büyük ekonomisi Almanya +%2,7'lik GSYH büyümesi ile kriz öncesi GSYH seviyelerini yakalama konusunda sadece Fransa'nın değil, İtalya'nın da gerisine düştü. Büyümenin 2023 yılında +%2,3'e düşmeden önce bu yıl %3,7'ye yükselmesi bekleniyor. Arz yönlü darboğazların gevşeyeceği ve enerji fiyatlarının daha ılımlı olacağı ikinci çeyreğe kadar Alman endüstrisinden büyük bir sıçrama beklenemez. Arayı kapama güdüsüne bağlı talebin azalacağı ve Covid-19 ile ilgili yenilenen kısıtlamaların hizmet talebinin normalleşmesini engelleyeceği önümüzdeki birkaç ay içinde toparlanmanın en önemli itici

gücü olan tüketimin yavaşlaması muhtemel. Doğrudan müşteri etkileşimi gerektiren hizmetlerin (fiziksel perakende hizmetlerinin yanı sıra eğlence endüstrisi ve ağırlama gibi hizmetlerin) bu durumdan özellikle etkilenebilir. Ancak, en azından mart ayı sonuna kadar uzatılmasını beklediğimiz kamu destek önlemleri olumsuz etkileri bir miktar hafifletecek. Kış dalgası sırasında kaybedilen çıktının çoğu, 2022 yılı boyunca telafi edilecektir. Genel olarak bakıldığında, tüketiciler davranışlarını halihazırda çoktan buna göre ayarlamış olduğundan, yeni salgın dalgasının büyüme üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiler önceki dalgalara göre daha az şiddetli olacak. Baz ve yeniden açılma etkilerinden kaynaklanan enflasyonist baskılar başlangıçta düşünülenden daha güçlü ve daha uzun-ömürlü oldu ama yine de yapısal değil. Enflasyon tahminimizi bu yıl %3,1 ve 2023 yılında %2,0 olacak şekilde revize ettik. Ancak, artan enflas-

yonun yapısal olmadığı düşüncemizde kararlıyız.

Önümüzdeki yıllarda yaratıcı mali manevralar, maliye politikasının sınırlı da olsa biraz daha genişlemesine olanak sağlayabilir. Anayasal olarak korunan borç frenini aşmayı amaçlayan ek çizgi altı yatırım harcamalarına rağmen toplam bütçe açığı harcamaları 2023 ile 2025 arasında GSYH'nin yaklaşık %1'i ile sınırlı kalacaktır. Ayrıca, yeni Alman hükümetinin maliye bakanlığından sorumlu küçük koalisyon ortağı olan mali açıdan muhafazakâr Liberal Parti'nin mali planları kontrol altında tutması bekleniyor. Yine de borç frenini aşmak için bir emsal oluşturulacak. Bilanço dışı borçlar önümüzdeki yıllarda Alman maliye politikasının bir özelliği olarak kalabilir.

### Fransa: işgücü piyasası sıkışmaya başlarken tüketici güveniyle gelen güçlü ivme

Yeni Covid-19 dalgası, son çeyrekte yükselen iş ve tüketici güveni üzerinde baskı oluştursa da ekonomik etkileri şu ana kadar sınırlı görünüyor – beklenenden zayıf kalan turizm faaliyetleri dışında. 2022'nin ilk çeyreğinde, enfeksiyonlar zirve yaparken reel faaliyetlerin biraz yavaşlamasını bekliyoruz. Ardından, çeyreğin geri kalanında aşamalı bir normalleşme gerçekleşecektir; yeni Covid-19 salgınından kaynaklanan tahmini -0,3 puanlık bir düşüşle çeyreklik büyüme +%0,2 olacaktır. Reel satın alma gücü biraz pozitif kalacağından, özel tüketim bu yıl büyümeyi sürüklemeye devam edecek. Genel GSYH büyümesinin +%3,6'ya ulaşmasını ve ardından gelecek yıl +%1,9 olmasını bekliyoruz. Diğer Euro Bölgesi ülkelerinde olduğu gibi, enflasyon (TÜFE) geçen yıl belirgin

şekilde artarak ortalama %2'ye yükseldi (2019'da %0,5'ti) ve yıl sonunda %2,0'a gerilemeden önce 2022'nin ilk yarısında yüksek kalmaya devam edecek (2022 yılında ortalama %2,6'yla). İşgücü piyasasındaki dinamik toparlanmayla birlikte, işsizlik oranının son çeyrekteki %8,1'den 2022'nin ilk yarısında %7,8'e gerilemesi bekleniyor. Bununla birlikte, uzun süreli yapısal sorunlar (örneğin, kalifiye işçi eksikliği, beceri uyumsuzlukları ve işe başlamak için çok az teşvik) kriz öncesi %7,5 olan işsizlik seviyesinin çok da altını görmeye izin vermeyecektir. Yüksek tüketici fiyatlarıyla beraber, özellikle ticarete konu olan hizmetlerde ücret baskıları yoğunlaşacak. 2022 yılında ortalama ücret artışının +%2,5'e çıkmasını bekliyoruz (2021'in 4.Ç.'ndeki %1,8'e üzerinde).

Nisan 2022'de (Fransa'nın AB başkanlığına da yürüteceği bir dönemde) yapılacak cumhurbaşkanlığı seçimlerinin baskın ekonomik konusu – işgücü piyasası görü-

nümünün olumlu olması açısından – satın alma gücünün korunması olacaktır. Henüz adaylığını resmi olarak ilan etmemiş olsa da Başkan Macron'un yeniden aday olması bekleniyor. Son kamuoyu yoklamaları, Macron'un ilk turda önde gelen aday olacağını gösteriyor (tahmini %27 oyla). Muhafazakar partinin (LR) adayı Valérie Pécresse, vergi politikası konusunda Macron'a benzer bir duruş sergiliyor gibi görünüyor, ancak daha fazla mali disiplini savunuyor – kamu borcunun on yıl içinde GSYH'ye oranını %100'e (-14 puan) düşürme niyetiyle. Şu ana kadar, seçim kampanyaları yeşil ekonomiye geçişin getireceği zorluklarla başa çıkma konusunda izlenecek ekonomik politikalar bakımından çoğunlukla sessiz kaldı.



### İtalya: kısa vadeli ivme güçlü olsa da uzun vadeli zorluklar var

Geride bıraktığımız yılın ikinci yarısında özel tüketim harcamaları ve dış ticaretin güçlü büyüme dürtüsünün başlıca sürükleyicileri olduğu İtalya çok dinamik bir toparlanma yaşamaya devam ediyor. Kısa vadede, yüksek frekanslı göstergeler ekonomik faaliyetlerde artışın devam edeceğine işaret ediyor, özellikle PMI Endeksinin Kasım ayında tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 62.8 puana ulaştığı imalat sektöründe.

GSYH büyümesi şu anda net bir şekilde Euro Bölgesi ortalamasının üzerinde. Bu da Fitch'in yakın zamanda ülke notunu "BBB-"den BBB'ye yükseltmesiyle sonuçlandı. Almanya'ya benzer şekilde GSYH şu anda kriz öncesi seviyenin sadece %1.4 altında ama not etmek gerekir ki İtalya 2020 yılında Almanya'ya göre çok daha derin bir resesyon yaşamıştı (-%4,9'a karşı -%9,0). Ülkenin kriz öncesi GSYH seviyesine 2022'nin ortalarında ulaşması bekleniyor ama 2023 yılına kadar çıktı açığını kapatması muhtemelen mümkün olmayacak. Beşinci Covid-19 dalgasına yanıt olarak yenilenen sıhhi kısıtlamalar, 4.Ç. ve 1.Ç'te çeyreklik büyümeleri 0,2 puan azaltabilir. Ancak bu maliyetlerin önemli bir kısmı, ancak sıkı seyahat kısıtlamaları turizmi etkilerse ortaya çıkar. Önümüzdeki

çeyreklerde, hanehalkının tasarruflarından harcama yapmaya devam etmesiyle (tasarruf oranının harcanabilir gelirin %14'ünden %10'una düşmesi bekleniyor) özel tüketim harcamaları büyümenin ana destekleyicisi olmaya devam edecek. GSYH büyümesinin bu yıl +%4,5'e ulaşmasını, 2023 yılında da +%2,1 olmasını bekliyoruz.

Enflasyonist baskılar sınırlı kaldı. Enflasyonun bu yıl sadece ılımlı bir şekilde %2,4'e (geçen yılki %2,0'den) yükselmesini bekliyoruz. Almanya ile mevcut enflasyon farkı, tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 1,4 puana yakın ve bu, (Almanya'ya kıyasla daha fazla fiyat elastikiyetine sahip) İtalyan imalatının görece fiyat rekabet gücünü destekleyecektir. 2022 yılında fark 0,7 puanda kalacaktır. Bu da, diğer şeylerin yanı sıra gelecek yıl %9,1 ile yüksek seyredecek işsizlik oranının ücretler üzerinde artış baskısı (2022'de +%0,6) ile açıklanabilir. Kurtarma planının etkileri ortaya çıktıkça ve maliye politikası genişlemeci kalmaya devam ettikçe (2022 yılında bütçe açığı -%5.6 ve 2025'ten önce -%3 seviyesine geri dönülemez) bu durum kısmen hükümet harcamalarıyla telafi edilecektir.

Mario Draghi'nin ulusal birlik hükümeti, özellikle kurtarma planı ve büyük yapısal reformlar (örneğin yasal prosedürler,

emeklilik yaşı) için yol haritasının kabul edilmesi konusunda yol kat etmeye devam ediyor. Ancak başlatılan reformların ve NGEU yatırımlarının potansiyel büyümeye olan etkileri ancak orta vadede hissedilebilecek. Bunların kümülatif büyüme etkisinin 2026 yılına kadar yaklaşık %2,0 olacağını tahmin ediyoruz. Ancak önden mali genişlemeye gitmek ve konsolidasyon çabalarını 2024'ten sonraya ertelemek, kamu maliyesini faiz oranı risklerine karşı daha duyarlı hale getirecektir. Para politikasının sıkılaştırılacağına dair işaretlerin olduğu bir ortamda, bu durum gelecekte – özellikle devlet tahvili piyasalarında – gerginliğe neden olabilir. İtalya Cumhurbaşkanı Sergio Mattarella'nın yedi yıllık görev süresi Şubat 2022'de sona erdiğinde, yaklaşan cumhurbaşkanlığı seçimleri önemli bir aşağı yönlü risk haline gelebilir. Başbakan Mario Draghi aday olma isteğinin sinyallerini verdi ve yeniden aday olur ve seçilirse, bir hükümet değişikliği veya erken seçimler gündeme gelebilir. Mario Draghi görevden ayrılırsa, AMB'nin krize yönelik varlık satın alma programından (PEPP) çıktığı ve Avrupalı liderlerin AB mali kurallarının geleceğini tartışmaya başladığı bir zamanda İtalya'nın maliye politikasının hayaleti geri dönebilir.

### İspanya: henüz en iyisi gerçekleşmedi ama istikrarlı toparlanma devam ediyor

Euro Bölgesi'nin büyük ekonomileri arasında en çok yara alan İspanya olmasına rağmen, ülke yeni virüs enfeksiyonu dalgasıyla iyi başa çıktı. İlimli sihi kısıtlamaların ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri sınırlı olsa da turizmdeki gecikmeli toparlanma 2021 yılının son çeyreğindeki çeyreklik +%2'lik güçlü büyümenin diğer çeyreklere sarkabilecek olumlu etkilerini sınırlandırıyor. 2023 yılına kadar devam edecek mali canlandırma önlemleri, daha fazla kamu yatırımını desteklerken NGEU kurtarma

paketinden İspanya ekonomisine toplam 70 milyar euro enjekte edilecek ve bunun yaklaşık %40'ı iklim politikasına ve yenilenebilir enerji üretimine ayrılacak. İyileşen işgücü piyasası koşulları, uygun finansman koşulları ve NGEU fonları, özel tüketim ve yatırımı artırarak 2022 yılında büyümenin temel itici güçleri olacaktır. Ancak bu yıl %4'e yakın beklenen enflasyon, özellikle de yüksek enerji fiyatları, hanehalkının reel satın alma gücünü baskılayacak. GSYH büyümesinin bu yıl +%5,7, 2023 yılında da +%3,4 olmasını bekliyoruz. İstihdam artışındaki önemli toparlanmaya rağmen, yüksek yapısal

işsizlik nedeniyle işgücü piyasası zayıf kalıyor. İstihdam artışı, özellikle; ağırlama, sanat ve eğlence, BT ve iletişim alanlarında güçlüydü. İşgücü piyasaları önceki krizlere göre daha dirençli olduğundan istihdamı korumaya yönelik önlemler meyvesini vermiş gibi görünüyor. Kısmi işsizlik planının Şubat 2022'ye kadar uzatılması sayesinde, salgın öncesi %13,9 olan işsizlik oranına bu yıl geri dönüşünü bekliyoruz. Likidite şoklarına karşı daha savunmasız olan KOBİ'lerin çoğunlukta olması ve geçici sözleşmelerin yüksek payı istihdama yönelik risklerdir.

### İngiltere: normalleşmeye start verildi

İş çevrelerinde güvenin de iyileşmesinin desteğiyle güçlü yurtiçi talep toparlanmayı destekledi. GSYH büyümesinin bu yıl +%4,4'e ulaşmasını ve 2023 yılında +%2,6 olmasını bekliyoruz. Küresel tedarik zinciri aksaklıklarının geçen yıl bazı kararları geciktirmesi nedeniyle ticari yatırımların toparlanmaya devam etmesini (+%5,8) bekliyoruz. Finansal olmayan şirketlerin nakit biriktirme hızı hâlâ kriz öncesine kıyasla daha yüksek ve nakit tamponları 138 milyar GBP'ye (yani GSYH'nin %6'sına) yükseldi, bu da sermaye harcamalarını canlandıracaktır.

Sıkı işgücü piyasaları nedeniyle ücret artışları 2022 yılında %3,5 ve 2023 yılında %3 olacaktır. Dolayısıyla, reel harcanabilir gelirdeki düşüş ılımlı (2022'de -%0,3) olacak ve kriz öncesi seviyelerin üzerinde olan hanehalkı tasarrufları (brüt harcanabilir gelirin 5 puan üzerinde) bu yıl tüketici harcamalarını artırmaya devam edecektir (+%6,3). Gelecek yıl ise tüketici harcamaları yavaşlayacaktır (+%2,7). Geçen yıl gerçekleşen tüketici harcamalarının bastırılmış talebin sadece yarısına karşılık geldiğini tahmin ediyoruz. Yeni enfeksiyon dalgasına

yanıt olarak alınan kısıtlayıcı önlemler, arayı kapama güdüsü etkilerini geciktirecek ama raydan çıkarmayacak ve GSYH büyümesinden -0.3 puan çalacaktır.

İngiltere Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini sabit tutmak ve artan ücret baskılarının olumsuz bir ücret-fiyat döngüsü başlatmasını engellemek için temkinli bir sıkılaştırma döngüsü başlattı. Hanehalkı enflasyon beklentileri 2013 yılından bu yana en yüksek seviyeye ulaştı. Mevcut enflasyon baskılarının üçte ikisi; yüksek enerji fiyatları, vergi artışları, Covid-19 ile ilgili baz etkileri ve (Brexit'in daha da arttırdığı) tedarik zinciri darboğazlarından kaynaklanıyor. Bu yılın ilk yarısında arz yönlü kısıtlamalardan kaynaklanan fiyat baskılarının yüksek kalmasını bekliyoruz. Bu da manşet enflasyonu (%3,8) +1 puan yukarı itecektir. Enerji fiyatları tavanının Nisan 2022'de revize edilmesi nedeniyle enerji fiyatlarının da yüksek kalmaya devam etmesi muhtemel. İngiltere Merkez Bankası 2022 yılında faizleri en fazla üç kere arttıracaktır (şu an için baz senaryomuzda iki artış var). Parasal sıkılaştırmanın hızını faiz artışı döngüsü belirleyecek. Sıkılaştırma, politika faizi en az %0,5'e ulaşana kadar, yani 2022 yılının ikinci yarısından önce başlamayacaktır. Hanehalkı konut

kredilerinin değişken faiz oranları içindeki payının belirgin şekilde düşük olması faiz oranlarındaki artışın nakit akışını arttırıcı etkilerinin de sınırlı olabileceğini gösteriyor.

Mali konsolidasyon sürüyor. İngiltere, kriz sonrası mali konsolidasyonu, gelir önlemlerine odaklanarak çoktan başlattı. Hanehalkı için kişisel vergi indirimleri eşği bu yıldan itibaren dört yıl süreyle donduruldu ve Nisan 2023 itibarıyla, 250.000 GBP veya daha fazla (firmaların yaklaşık %10'u) kârı olan şirketler için kurumlar vergisi oranı %19'dan %25'e yükseltilecek. Bu, gelişmiş ekonomilere göre ortalamanın biraz üzerinde. Genel olarak, açıklanan vergi artışları vergi yükünü 2025-26'da GSYH'nin %34'ünden %35'ine çıkaracak. Bu, 1960'ların sonlarından bu yana görülen en yüksek seviye.

Brexit ile ilgili yenilenen zorluklar, bu yıl tedarik zinciri aksaklıklarını artırabilir. İngiltere, 2021 yılında ihracat hacminde düşüş yaşayan tek G7 ülkesiydi (-%2,8). Ayrıca, geçiş dönemi Brexit düzenlemelerinin bir parçası olarak, bu yıl ithalata yönelik sınır kontrolleri

başlatılacak. Bu, ihracatı için ithal ara mallara yüksek bağımlılığı olan İngiltere'nin ticaret yapısını daha da şekillendirecek. 2021 yılında AB'den yapılan ithalat 2018-19 ortalamasının %19 altında kalırken (AB dışı ithalat için +%5'in üzerinde), AB'ye yapılan ihracat

aynı dönem ortalamasının %12 altında (AB dışı ithalat için -%10'a karşı) kaldı. Mevcut tedarik zinciri aksaklıklarının dörtte birinin Brexit'ten kaynaklandığını tahmin ediyoruz.

### Çin: istikrar sağlanıyor ancak yurtiçi talep kriz öncesi seviyelerin altında ve riskler aşağı yönlü

İyileşen dış ortam göz önüne alındığında, mevcut büyüme yörüngesini desteklemek için ekonomi politikalarında daha fazla gevşemeye gidilebilir. Yine de yurtiçi talebin bu yıl tam olarak normalleşmesi pek olası değil. Ekonomi, Covid-19 şokundan hızlı sıyrıldı ve 2020 yılının son çeyreğine kadar toplam GSYH kriz öncesi seviyesini aştı. İyileşmenin ilk aşamalarındaki önemli büyüme faktörleri (özellikle ihracat ve altyapı ve gayrimenkul yatırımları), politika değişikliğine yanıt olarak 2021'de yerini daha geniş tabanlı, özel sektör liderliğindeki talebe bıraktı (bkz. Şekil 13). 2020 yılında pandemi öncesi seviyelerin -%2,5 altında kalan gayrimenkul üretimi, 2021 yılında -%5,6 altında kaldı. İmalat yatırımı daha iyi performans gösterdi ve geçen yıl pandemi öncesi seviyenin sadece -%3.1 altında bir rakama ulaştı (2020'deki -%8.0 ile karşılaştırıldığında). Benzer şekilde özel tüketim de iyi bir performans göstererek toparlandı ama kriz öncesiyle karşılaştırıldığında fark daha büyük kaldı (2020'de -%9,9 olan fark geçen yıl -%4,6 oldu).

İleriye dönük olarak, Çinli yetkililerin sıfır Covid stratejisinin 2022 yılının çoğunda

geçerli kalmasını bekliyoruz – Omicron varyantına (Çin'in Covid-19 aşısının daha az etkili olduğu) yönelik politika tepkisi de bunu doğrular gibi. Etkilenen bölgelere bağlı olarak bu, ihracatta geçici bir yavaşlama anlamına gelebilir ve bir yıldan uzun süredir küresel büyüme üzerinde baskı oluşturan tedarik zinciri darboğazlarının normalleşmesini geciktirme riski yaratabilir. Yurtiçinde, sıfır-Covid stratejisi, hizmetlere yönelik talebi sınırlıyor ve genel olarak özel tüketimi oynak hale getirebilir. Ancak, temeller sağlam ve kentsel işsizlik oranı kriz öncesi seviyesine, tasarruf oranı ise neredeyse normale döndü.

Gayrimenkul sektöründeki sıkıntılar yatırım üzerinde baskı yaratmaya devam edecek. En savunmasız geliştiricilere yönelik ödeme gücü endişelerinin önümüzdeki çeyreklerde inşaat faaliyetlerini zayıflatması muhtemel. Buna karşılık, altyapı yatırımları daha destekleyici maliye politikası sayesinde yeniden canlanacaktır (2022-2023 döneminde bütçe açığının 2019 seviyesinin üzerinde kalması bekleniyor). Benzer şekilde, imalat yatırımları da güçlü dış talep artışından ve parasal gevşemenin arttırılmasından faydalanacaktır.

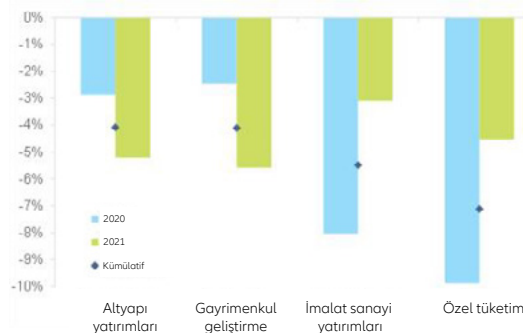
2016 veya 2020'deki canlandırmaya yönelik etraflı bir teşvik beklemiyor olsak

da para politikasının daha da gevşetilmesi muhtemel. Aralık 2021'de gerçekleştirilen ve gayrimenkulden ziyade ticari kredileri hedefleyen bir yıllık kredi faiz oranındaki (-5bp) beklenmedik küçük indirim, politika yapımcıların artık geniş tabanlı büyümeye ve istikrar sağlamaya daha fazla odaklandıklarının bir başka işareti. Önümüzdeki aylarda en az 10 baz puanlık bir indirim daha bekliyoruz.

Çin Merkez Bankası; aktif açık piyasa işlemleri ve 2022'nin ilk yarısında zorunlu karşılık oranında bir kez daha 50 baz puanlık bir indirimle finansal sistemdeki likiditeyi muhtemelen çok daha yakından yönetecek. Düzenleyiciler, borç verme limitlerine yönelik yönergeler yoluyla (window guidance) ve makro ihtiyati kurallarda seçici gevşemelere giderek (örneğin, KOBİ'ler, ipotekler, gayrimenkul sektörü konsolidasyonu için finansman vb.) kredi verilmesini desteklemeye çalışacak.

Çin'in GSYH'sinin bu yıl +%5,2 ve 2023 yılında +%5,0 büyümesini bekliyoruz. Böylece, 2022 yılında Çin 2015'ten bu yana küresel GSYH büyümesine en düşük katkıyı sağlamış olacak (0,9 puan ile 2020 hariç).

Şekil 13: Çin: pandemi öncesi eğilime göre fark, yıllık (%)



## Gelişmekte olan ülkeler: Küresel toparlanma hızının gerisinde

Politika desteği kademeli olarak geri çekilirken; aşılama oranları, arz darboğazlarının rahatlaması ve politika seçimleri, toparlanma ölçeğini kritik bir şekilde etkileyecek. Üretim 2022 yılı sonunda potansiyel seviyesine ulaşması beklenirken, özellikle gelişmekte olan ülkeler için çıktı kaybı muhtemelen kriz öncesi eğilime göre ciddi boyutta olacak. Gelişmekte olan ülkeler - KFK'den bu yana ilk kez – 2021 yılında küresel toparlanma hızının gerisinde kalıyor. Aşılama oranlarının hâlâ düşük olması küresel ekonomiyi yüksek oynaklığa maruz bırakacağından ve daha fazla Covid-19 varyantının toparlanmayı geciktirme riskinden dolayı bu farklılığın orta vadede devam etmesini bekliyoruz.

**Gelişmekte olan ülkelerin çoğu, daha yüksek gelirler ve işçi gelirlerinin yeniden gelmeye başlamasıyla mali dengesizliklerini azaltarak politika alanını başarıyla yeniden inşa ediyor. Ancak, Fed para politikasının beklenenden daha hızlı normalleşmesinin Türkiye, Romanya, Macaristan, Arjantin, Nijerya, Brezilya, Güney Afrika, Şili, Mısır ve Ukrayna gibi en kırılgan ülkeler üzerinde baskı oluşturması bekleniyor.** Geçen yıl, Gelişmekte Olan Avrupa'daki (Çek Cumhuriyeti, Letonya ve Slovak Cumhuriyeti) ve Afrika'daki (Nijerya ve Tunus) birkaç ülke dışında neredeyse tüm gelişmekte olan ülkelerde (önceki yıla göre) bütçe açıkları daraldı. Bu bölgeler ise önceki virüs salgılarından ağır şekilde etkilenmesine rağmen yeterli politika manevra alanına sahipti. Kamu borcunun bu yıl daha da artması, ancak 2020 ve 2021 yılındaki eski Covid-19 dalgalarına göre daha küçük bir oranda artması bekleniyor. Tekrarlayan bütçe dengesizlikleri, koşullu yükümlülüklerin gerçekleşmesi (KIT'lerden ve devlet garantili kredilerden) ve aynı zamanda faiz oranlarının yükseldiği bir ortamda borç servisi maliyetlerinin de artması

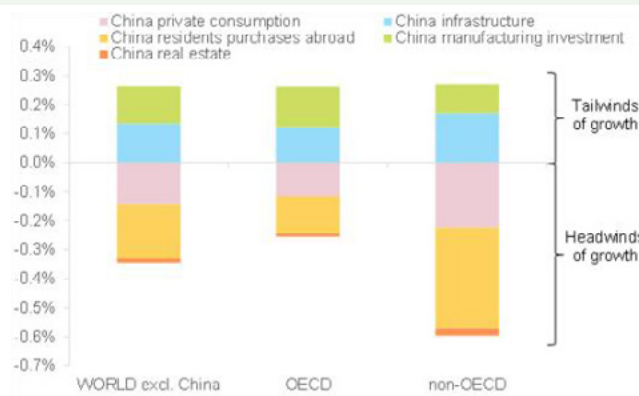
borçların genel olarak artmasına neden olacaktır. Özellikle; Arjantin, Bahreyn, Gana, Hindistan, Filipinler ve Tunus'ta Borç sürdürülebilirliği zorlaşıyor.

**Emtia ihracatçılarında dış dengesizlikler azaldı ve gelişmiş ekonomilerden gelen talepteki güçlü toparlanma sayesinde bu yıl ılımlı kalacak.** Ancak, buna birkaç istisna var. Büyük ölçüde enerji ithalatına bağımlı olan ülkeler (J-egrisi etkisi), 2020 yılına kıyasla cari işlemler açıklarında bir genişleme görmeye devam ediyor. Afrika'da; Tunus, Fas, Mısır ve Burkina Faso'da 2021 yılında cari açıklar kötüleşmişti. Bu ülkelerde cari açıklar 2022 yılında sadece biraz iyileşecek. Gelişmekte olan Avrupa'da, çoğu ülke cari fazla veya çok küçük cari açık verecek – çok gevşek bir para politikası duruşunun artan dengesizliklere neden olduğu Romanya hariç. Orta Doğu'da, yükselen petrol fiyatlarından kaynaklanan ticaret hadlerinin iyileşmesi sayesinde (Bahreyn, Ürdün ve Umman'da artan açıklara rağmen) dış dengeler iyileşti. Gelişmekte olan Asya'da sadece; Hindistan, Endonezya ve Filipinler'in cari açık vermesi bekleniyor. Önümüzdeki birkaç yıl içinde cari işlemler dengelerinde bozulmalar olabilir ama 2023 yılına kadar hiçbir bölgede cari açığın GSYH'nin %2'sini aşması beklenmiyor.

**Bu yıl yükselen faiz oranları gelişmekte olan ülkelerde toparlanmayı yavaşlatabilir. Ancak, yükselen faiz oranlarının enflasyonu kontrol altına almaya yönelik etkisi sınırlı olacak.** Parasal sıkılaştırmaya daha erken başlayan Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinde yükselen faiz oranlarının döviz kurlarında istikrara (ve dolayısıyla daha yüksek ithalat fiyatlarının geçişkenliğini sınırlamasına) yardımcı olduğu, ancak, enflasyonist baskıları kontrol altına almada başarısız olduğu görülüyor. Güney Afrika, Kenya, Nijerya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ile Gelişmekte Olan Avrupa'daki Euro

Bölgesi dışı ekonomilerin faiz oranlarında daha fazla artışa gitmesini bekliyoruz. Türkiye, yüksek enflasyona rağmen alışılmışın dışında bir politika izleyerek oranları düşürme yolunda ilerleyen bir istisnadır – ancak, 2022 yılında piyasalar muhtemelen bu gidişi tersine çevirmeye zorlayacak. Gelişmekte olan Asya'da, normalleşme yoluna dönüş virüsün yeni varyantları tarafından ertelenmiş olsa da 2022 yılının sonlarında; Hindistan, Endonezya, Malezya ve Filipinler'de politika faizi artışlarıyla tamamlanacaktır.

**Çin'in ekonomik yavaşlaması Gelişmekte Olan Asya bölgesinin genelinde büyüme üzerinde baskı yaratacak ama özellikle de emtia ihracatçısı ülkeleri etkileyecek.** Çin'de yurtiçi talebinin (gayrimenkul geliştirme ve özel tüketim) daha uzun süre normalden zayıf kalması, ticaret ortaklarına zarar verebilir. Çin'de yerleşik kişiler tarafından doğrudan yurt dışında yapılan satın almaları da dikkate aldığımızda Çin'de yurtiçi talebin yavaşlamasının OECD ve OECD dışı ülkeler için GSYH'de sırasıyla -%0,3 ve -%0,6'lık bir negatif etki yaratabileceğini hesapladık. Çin'de gerçekleştirilecek altyapı ve imalat yatırımları OECD ülkelerinde ortaya çıkan negatif etkiyi telafi etmeye yeterli olabilir ama OECD dışı grup için bu yetersiz kalacaktır. Durumdan en çok Asya-Pasifik bölgesindeki ticaret ortağı ekonomiler etkilenecektir. Asya-Pasifik bölgesi dışında ise Çin'in durumundan dolayı en çok risk altında olan ülkeler; Brezilya, Kazakistan, Fas, Peru, Arjantin ve Güney Afrika'dır.

**Şekil 14: Ticari ortaklarında Çin'den gelen talebin üretim içindeki payı (%)**

Kaynaklar: OECD, Euler Hermes, Allianz Araştırma Departmanı

**Çin hariç Gelişmekte Olan Asya için GSYH büyümesinin 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %6,9 ve %6,7 olmasını bekliyoruz (2021 yılındaki %7,8 ve 2020'deki %-2,9 büyüme oranlarından sonra).** 2021 yılına girerken, 2020'deki büyük daralmalardan sonra Güney ve Güneydoğu Asya'da GSYH büyümesinin önemli ölçüde hızlanmasını bekliyorduk. Ancak, Delta dalgası ve aşılardan yavaşlaması iyileşmeleri geciktirdi. Bölge şu anda yeni Covid-19 salgınlarına karşı hâlâ savunmasız, ancak bir yıl önceki göre daha az şekilde. 2021 yılının ikinci yarısındaki toparlanma, bölgedeki birçok ekonominin artık daha iyi aşılanmış olduğunu gösteriyor – Hindistan, Endonezya ve Filipinler aşılama konusunda nispeten hâlâ geri kalmış olsa da (Aralık 2021 ortasıyla nüfusun %40'ından azı tam aşı). Hareketlilik kısıtlamaları hafifledikçe, Güney ve Güneydoğu Asya, özel tüketim ve yatırımda daha belirgin bir iyileşme yaşayacak ve 2022 yılında genel olarak büyümede yakalama etkisini hissedecek. Böylece, bölgedeki ülkeler önümüzdeki birkaç yıl içinde potansiyel büyüme oranlarını yeniden yakalayabilecek hatta belki bu oranları yukarıya taşıyabilecek. Daha ihracata açık olan ekonomiler için (Tayvan, Hong Kong, Singapur ve Güney Kore) bu yol biraz daha farklı. Bu ülkelerde 2021 yılına kıyasla 2022-2023'te büyüme oranlarının düşmesi ama yine de normalin üzerinde

kalmaması muhtemel. 2023 sonuna kadar bu ekonomiler, Gelişmekte olan Asya'nın geri kalanına göre çok daha düşük miktarda GSYH kaybı yaşayacaktır. 2020-2021 döneminde daha dirençli olan bu ekonomiler dış talebin destekleyici etkilerinden faydalanmaya devam edecek. 2022 yılının başında uygulamaya konan Bölgesel Kapsamlı Ekonomik Ortaklığa ek olarak, küresel ticaret ortamı da genel olarak destekleyici kalacaktır. Kuzey ve Doğu Asya, Singapur ve Malezya, elektroniğe yönelik devam eden güçlü talepten yararlananlar arasında olacak. Emtia fiyatları zirveye ulaşırsa da 2022 yılında muhtemelen yüksek kalmaya devam edecek. Bu da Endonezya gibi ülkeler için olumlu olacak. Filipinler ve Tayland da uluslararası seyahat ve turizmin büyük olasılıkla 2022 yılının sonlarına doğru geri dönüşüyle iyi bir toparlanma yaşayacak.

**Bu bağlamda, ASEAN (güneydoğu asya milletleri birliği) bölgesindeki merkez bankalarının Delta yüzünden ertelediği para politikası normalleşmesi 2022 yılında şekillenecektir.** Fiyat dinamiklerine bakıldığında, bazı ekonomiler geçici olan baz ve hava etkilerinden (örneğin gıda fiyatları için) muzdarip olsa da ekonomik ve yurtiçi talebe yönelik toparlanma senaryomuzda göre çekirdek enflasyon çoğu ülkede yükselecektir. Bu nedenle, Singapur Merkez Bankası'nın Nisan 2022'de SGD

NEER eğimini daha da dikleştirmesini bekliyoruz. Malezya ve Endonezya merkez bankaları da muhtemelen politika faiz oranlarını Q2-Q3 2022'de artırmaya başlayacak. Tayland ve Filipinler'de ise merkez bankaları parasal sıkılaştırmaya başlamak için 2022 yılının sonlarına veya 2023'ün başına kadar bekleyebilir. Gelişmekte olan Asya'nın geri kalanına bakıldığında, Kore Merkez Bankası'nın Ağustos 2021'de başlattığı sıkılaştırma döngüsünü 2022 ve 2023'te yılda iki faiz artırımla sürdürmesi bekleniyor.

**Gelişmekte Olan Avrupa'da reel GSYH'nin 2022'de +%3,3 ve 2023'te +%3,4 (2021'deki +%5,6'dan sonra) büyümesini bekliyoruz.** Covid-19 vakalarının dördüncü dalgası 2021 yılının son çeyreğinde Gelişen Avrupa'yı vurdu ve; Çekya, Slovakya, Macaristan, Hırvatistan, Polonya, Türkiye ve Rusya'da (etki boyutuna göre sıralanmıştır) devam ediyor – ancak başka yerlerde azalıyor. Nispeten düşük aşılama oranı, virüs varyantlarına ve beşinci bir Covid-19 dalgasına karşı ülkeleri daha savunmasız kılıyor. Karantina önlemlerinin görece düşük ile orta düzeyde kalması muhtemel (ama önceki dalgalara göre önemli ölçüde daha az sıkı). Tüketici güveni uzun vadeli ortalamasının altında ama ileriye dönük güven göstergeleri, firmaların ihtiyatlı bir şekilde iyimser olduğuna işaret ediyor. Enflasyonun önce 2022 yılının ilk

çeyreğinde zirve yapması, daha sonra kademeli olarak geri çekilmesi bekleniyor. Para politikası, özellikle Orta Avrupa'da, eğrinin biraz gerisinde kaldığı için sıkılaştırılmaya devam edecek. Bununla birlikte, AB üye ülkelerinin döviz kurlar 2022 yılında büyük ölçüde sabit kalacaktır; sadece Romen RON'u ve Macar HUF'sinde artışlar görülebilir. Diğer yandan, RUB siyasi gelişmelere karşı kırılgan olacaktır. TL'nin de politika hataları nedeniyle değer kaybetmeye devam etmesi bekleniyor. Artan kamu borç seviyelerine bağlı olarak bölgede maliye politikası için mevcut hareket alanı ülkeden ülkeye değişkenlik gösteriyor. Politika desteğine aşamalı olarak son verilecek olsa da borcu çok olmayan ekonomiler (örneğin Çekya, Polonya, Slovakya, Rusya) gerekirse kamu desteklerine devam edebilir. Aynı zamanda, AB üyeleri NGEU fonlarından yararlanacak. Bu da söz konusu ülkelerin 2022-2023 dönemindeki yıllık reel GSYH büyümelerini +025 puan arttırabilir.

**Latin Amerika: kısa vadeli güçlü toparlanma, ancak orta vadeli zorluklar.** 2021 yılındaki nispeten iyi toparlanma, güçlü baz etkileri ve emtia fiyatlarındaki toparlanmadan kaynaklandı ve çoğu ülke bu faktörlere bel bağlamaya devam ediyor. Kalıcı yapısal engeller ve mali manevralar için çok fazla alan olmadığından orta vadede büyümenin ılımlı seviyelere dönmesini bekliyoruz. Pandemiye verilen yanıtlar heterojen kalmaya devam edecektir. Ülkeler tüm nüfusu aşılama başarımlarını bile ekonomik durum kötü ve seçim dönemleri yaklaştığı için (Brezilya, Şili, Arjantin ve Kosta Rika'da) yeni Covid-19 dalgaları karşısında sıkı önlemler alınması da pek mümkün değil. Meksika gibi bazı ülkeler ekonomiyi canlandırmak yerine mali ihtiyatlılığa bağlılık yolunu seçti. Brezilya gibi ülkeler ise işletmelere ve hanehalkına güçlü destek sağladı. Mali konsolidasyonun kademeli olmasını bekliyoruz. Ancak, sınırlı mali alan, hükümeti yeni varyantın yayılmasına rağmen destek önlemlerini hızla kaldırmaya zorlayacak. Kamu

borcu seviyeleri halihazırda yüksek olan Brezilya veya Arjantin gibi ülkelerde mali desteklerin kullanılması özellikle riskli olacak ama seçim sezonu kapıda ve muhtemelen seçmenleri kızdırmak istemeyecekler.

**Latin Amerika ülkelerinde güçlü parasal sıkılaştırmaya rağmen, 2022 yılı için enflasyon beklentileri hedef enflasyon oranlarının üzerinde kalmaya devam ediyor. Bunun en endişe verici örneği de Brezilya.** Merkez bankaları resmi faiz oranlarını başlangıçta beklenenden daha hızlı yükseltti ama enflasyonu kontrol altına alabilmek için hâlâ üzerinde oynamalar yapmak zorunda. Merkez bankaları, eylemsizliği kabul edilemez görse de politika faizini hareket ettirmenin çok etkili olmayacağını düşünüyor. Çünkü enflasyon ekonominin aşırı ısınmasından değil, ithal edilmesinden kaynaklanıyor (esas olarak gıda ve enerji fiyatları yoluyla ithal ediliyor). Parasal sıkılaştırma, para birimlerinin korunmasına yardımcı oldu, ancak daha fazlasının yapılması gerekiyor.

**Orta Doğu'da, 2021-2022 dönemindeki yüksek petrol ve gaz fiyatları, hidrokarbon ihraç eden ekonomilerde bazı ek mali teşviklere izin verecek ve toparlanmayı destekleyecek. Bölgesel reel GSYH'nin 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla +%3,9 ve +%2,5 olması, ancak devam eden siyasi gerilimlere de bağlı olması bekleniyor.** Körfez ülkelerinde döviz kuru sabitlemesi; döviz kuru istikrarı, düşük enflasyon ve düşük faiz oranlarına izin vererek toparlanmayı destekliyor. Salgının izleri (2014-2020 arasındaki düşük petrol fiyatlarıyla birleştiğinde) KİK'teki kamu ve dış borç pozisyonlarını önemli ölçüde kötüleştirdi. Yine de; Suudi Arabistan, BAE, Katar ve Kuveyt'te Devlet Varlık Fonları da dahil olmak üzere büyük döviz rezervleri, en az beş yıl daha tampon sağlayabilir. Bahreyn ve Umman'ın bu tür tamponları yok ve zengin komşularının desteği olmadan temerrüde düşme riskiyle karşı karşıya kalabilirler.

**2021 yılında en yavaş büyüyen bölge olan Afrika 2022'de de aşılama oranları çok düşük kaldığı için (bütün kıtada %32, Sahra Altı Afrika'da sadece %4) sadece ılımlı bir büyüme kaydedecek (+%3,5).** 2022'de, Angola ve Cezayir gibi petrol ihracatçıları, yukarı yönlü emtia fiyatlarının sağladığı destekten yararlanmaya devam edecek. Diğer yandan, çoğu ülkede enflasyon hızla çift haneli rakamlara yükseldiği için; Kenya, Nijerya, Gana, Güney Afrika ve Mısır'da para politikası faiz oranlarında artışlar bekleniyor. Devam eden sihi belirsizlik ortamında bu parasal sıkılaştırma büyüme frenleyecektir. Artan enerji fiyatlarına ek olarak, gıda enflasyonu; Angola, Etiyopya, Nijerya ve Gana'da dayanılmaz seviyelere yükseldi. Olumsuz iklim olayları (2021 sonunda Boynuz bölgesinde kuraklık) nedeniyle gıda güvenliği durumunun; güney ve doğu Etiyopya, Kenya ve Somali'de 2022 yılında kötüleşmesi muhtemel. Etiyopya'da kötüleşen güvenlik durumu, bölgeye önemli ölçüde yayılma riski taşıyor (Kenya sınırına göç akışları dahil). Hükümet IMF ile bir mali anlaşmaya varamazsa 2022 yılının ilk yarısında Tunus'un kamu borçlarının temerrüde düşme ihtimali yüksek. Borç sürdürülebilirliği bakımından diğer sıcak noktalar; Gana, Mozambik, Kenya ve Güney Afrika.

# RECENT PUBLICATIONS

|            |  |
|------------|--|
| 16/12/2021 | <a href="#">Public infrastructure investment: enough bang for the buck?</a>                        |
| 15/12/2021 | <a href="#">Social Risk Index: Leave the door open for development</a>                             |
| 09/12/2021 | <a href="#">Global Trade Report – Battling out of supply-chain disruptions</a>                     |
| 08/12/2021 | <a href="#">Jostle the colossal fossil: A path to the energy sector transition</a>                 |
| 03/12/2021 | <a href="#">Monetary policy: Omicron management &amp; beyond</a>                                   |
| 01/12/2021 | <a href="#">Global FX volatility: still waters run deep</a>  |
| 25/11/2021 | <a href="#">Chinese capital markets: the panda in the room</a>                                     |
| 21/11/2021 | <a href="#">US retail: a not so black Friday for consumers</a>                                     |
| 18/11/2021 | <a href="#">Corporate credit: life after policy support</a>  |
| 17/11/2021 | <a href="#">The middle-income trap: inequality across countries after Covid-19</a>                 |
| 12/11/2021 | <a href="#">Diabetes and Covid-19: The silent 45 billion euro problem</a>                          |
| 09/11/2021 | <a href="#">The EU utility transition: A pathway powered by solar and wind</a>                     |
| 05/11/2021 | <a href="#">Wrapping up? How paper and board are back on track</a>                                 |
| 03/11/2021 | <a href="#">Transport in a zero-carbon EU: Pathways and opportunities</a>                          |
| 02/11/2021 | <a href="#">United Kingdom: Trapped by policy choices</a>  |
| 28/10/2021 | <a href="#">The big squeeze: Supply disruptions pressure manufacturing margins</a>                 |
| 21/10/2021 | <a href="#">IPOs: turbocharged by private equity</a>   |
| 20/10/2021 | <a href="#">Energy prices &amp; inflation: Backwardation keeps inflation expectations anchored</a> |
| 15/10/2021 | <a href="#">China's great crunch: causes and consequences, at home and abroad</a>                  |
| 11/10/2021 | <a href="#">Energy prices in Europe: (a costly) winter is coming</a>                               |
| 07/10/2021 | <a href="#">Allianz Global Wealth Report 2021</a>  |
| 06/10/2021 | <a href="#">Global Insolvencies: We'll be back</a>   |
| 01/10/2021 | <a href="#">Money supply, saving &amp; hoarding: What you see is not what you get</a>              |
| 28/09/2021 | <a href="#">Eurozone: Reflation is not stagflation</a>   |
| 23/09/2021 | <a href="#">How to future-proof the German Wirtschaftswunder (allianz.com)</a>                     |
| 22/09/2021 | <a href="#">Climate policy: Time for a "blood, toil, tears and sweat" speech</a>                   |
| 17/09/2021 | <a href="#">Global economy: A cautious back-to-school</a>  |
| 15/09/2021 | <a href="#">European food retailers: The bitter digital aftertaste of the Covid-19 legacy</a>      |
| 09/09/2021 | <a href="#">Life after death: The phoenix-like rising of Japan's life industry</a>                 |
| 08/09/2021 | <a href="#">Export performance in Europe: a sink or swim game</a>                                  |
| 02/09/2021 | <a href="#">ECB: Roaring reflation no reason to flinch</a>   |

Discover all our publications on our websites: [Allianz Research](#) and [Euler Hermes Economic Research](#)

# OUR TEAM

## Chief Economist of Allianz



Ludovic Subran  
Chief Economist  
ludovic.subran@allianz.com

## Global Head Economic Research, Euler Hermes



Ana Boata  
ana.boata@eulerhermes.com

## Global Head Macroeconomic & Capital Markets Research, Allianz SE



Andreas Jobst  
andreas.jobst@allianz.com

## Global Head of Insurance, Wealth and Trends Research



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Macroeconomic Research



Selin Ozyurt  
Senior Economist for France  
and Africa  
selin.ozyurt@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl  
Senior Economist for Europe, DACH  
katharina.uterhoehl@allianz.com



Françoise Huang  
Senior Economist for APAC & Trade  
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer  
Senior Economist for Middle East  
and Emerging Europe  
manfred.stamer@eulerhermes.com



Dan North  
Senior Economist  
for North America  
dan.north@eulerhermes.com

## Sector Research



Maxime Lemerle  
Head Sector and Insolvency Research  
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Aurélien Duthoit  
Sector Advisor for Retail, Electronics-related sectors,  
Textile and Household Equipment  
aurelien.duthoit@eulerhermes.com



Marc Livinec  
Sector Advisor for Chemicals, Pharma, Paper,  
Transportation, Agrifood and Transport  
Equipment  
marc.livinec@eulerhermes.com



Anokuhanathan  
Sector Advisor for Energy, Construction, Metals,  
Machinery, and Data Scientist  
anokuhanathan@eulerhermes.com

## Insurance, Wealth and Trends Research



Michaela Grimm  
Senior Expert, Demographics  
michaela.grimm@allianz.com



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



Alexis Garatti, Senior Economist for ESG  
and Public Policy  
alexis.garatti@eulerhermes.com



Patricia Pelayo Romero  
Expert, Insurance  
patricia.pelayo-romero@allianz.com

## Capital Markets Research



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



Jordi Basco Carrera  
Senior Investment Expert  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



Patrick Krizan  
Senior Economist for Italy and  
Greece, Fixed Income  
patrick.krizan@allianz.com



Pablo Espinosa Uriel  
Capital Markets Research Analyst  
pablo.espinosa-Uriel@allianz.com



Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist  
Allianz and Euler Hermes  
Phone +49 89 3800 7859

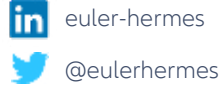
Allianz Research  
[https://www.allianz.com/en/economic\\_research](https://www.allianz.com/en/economic_research)

Königinstraße 28 | 80802 Munich |  
Germany  
allianz.research@allianz.com



Euler Hermes Economic Research  
<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense  
Cedex | France  
research@eulerhermes.com



## İLERİYE DÖNÜK İFADELER

Burada yer alan ifadeler, yönetimin mevcut görüş ve varsayımlarına dayanan gelecek beklentilerini ve ileriye dönük beklentileri ve beyanları içerebilir ve bilinen ve bilinmeyen risk ve belirsizlikler içerebilir. Gerçek sonuçlar, performans veya olaylar bu ileriye dönük beyanlarda ifade edilen veya ima edilenlerden önemli ölçüde farklı olabilir. Bu tür sapmalar, sadece bu durumlarla da sınırlı olmak zorunda olmamakla birlikte şunlardan kaynaklanabilir: (i) özellikle Allianz Grubu'nun ana iş ve çekirdek piyasalarındaki genel ekonomik koşullar ve rekabetçi durumdaki değişiklikler, (ii) finansal piyasaların performansı (özellikle piyasa oynaklığı, likidite ve kredi olayları), (iii) doğal afetler dahil olmak üzere sigortalı zarar olaylarının sıklığı ve şiddeti ve zarar giderlerinin gelişmesi, (iv) ölüm ve hastalık düzeyleri ve eğilimleri, (v) kalıcılık seviyeleri, (vi) özellikle bankacılık işi, kredi temerrütlerinin kapsamı, (vii) faiz oranları, (viii) EUR / USD döviz kuru da dahil olmak üzere döviz kurları, (ix) vergi düzenlemeleri de dahil olmak üzere yasa ve düzenlemelerde değişiklikler, (x) ilgili entegrasyon konuları ve yeniden yapılanma önlemleri dahil olmak üzere satın alımların etkisi ve (xi) her durumda yerel, bölgesel, ulusal ve / veya küresel bazda genel rekabet faktörleri. Bu faktörlerin birçoğunun, terörist faaliyetlerin ve bunların sonuçlarının bir sonucu olarak ortaya çıkma olasılığı daha yüksektir veya daha fazla ertelenebilir.

## GÜNCELLEME SORUMLULUĞU YOKTUR

Şirket, işbu yazıda geçen ileriye dönük herhangi bir bilginin güncellenmesine yönelik bir zorunluluk kabul etmez. Yasalarca açıklanması gereken her türlü bilgi tarafınızca saklanmalıdır.