



ALLIANZ ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ

# DÜNYA EKONOMİSİNİN YENİDEN FAALİYETE GEÇMESİ: YANLIŞ ADIMLARA DİKKAT

**23 Nisan 2020**

04 Kara delik ekonomisi: Benzeri görülmemiş bir Şokun etkilerini tahmin etmek

06 Ufukta, ekonomik faaliyetlerde hareketlenme yok mu? Piyasalar, faaliyetlerin yavaş yavaş yeniden başlayacağına dair notu almadı

09 Görülmemiş ekonomi politikaları uygulamaya konu ama U Şeklinde bir toparlanmayı garantiye almak için daha fazlası gerekiyor

12 Bölgesel Görünümler

# YÖNETİCİ ÖZETİ



Ludovic Subran, Chief Economist

+49 (0) 1 75 58 42 725

Ludovic.SUBRAN@allianz.com

Alexis Garatti, Head of Economic Research

Eric Barthalon, Head of Capital Markets Research

Ana Boata, Head of Macroeconomic Research

Maxime Lemerle, Head of Sector and Insolvency  
Research

Georges Dib, Economist for Latin America, Spain and  
Portugal

Françoise Huang, Senior Economist for APAC

Patrick Krizan, Senior Economist for Italy and Greece

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

Katharina Utermöhl, Senior Economist for Europe

Selin Ozyurt, Senior Economist for France and Africa

Jordi Basco Carrera, Fixed Income Strategist

Lina Manthey, Equities Strategist

- Kara delik ekonomisi. Hem küresel nüfusun hem de küresel üretimin yarısından fazlasının kilit altında kalması dünyayı bir göktaş gibi vurdu ve küresel ekonomiyi ikinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en kötü resesyona itti. Dünya ekonomisinin 2020'de % -3,3 küçülmesini bekliyoruz. Bu da; yaklaşık 9 trilyon dolarlık bir kayba – diğer bir deyişle Almanya ve Japonya ekonomilerinin toplam GSYH büyüklüklerine – eşit ve 2009 yılında yaşanan Küresel Finansal Kriz'in yarattığı tahribatın 2 katından fazla. Ticari kayıplar 2020 yılında 3,5 trilyon dolara ulaşabilir. İflaslarda %20 artış görünüyor. Kısmi işsizlik kategorisine giren işlerde çalışanların üçte biri işlerini kaybedebilir.

- Açılış yakın mı? Koronavirüs nedeniyle başlayan karantina önlemlerinin çok yakında sona ereceğine dair beklentiler abartılıyor. Virüsün üreme oranının (R0) etkili bir şekilde yönetilebilmesi için birçok ekonominin iki-üç çeyrek boyunca potansiyelinin %70-%80'i arasında faaliyet göstermesi gerekiyor. Bu nedenle, yeniden faaliyetler başladığında sermaye piyasalarında durum iyileşmeden önce kötüye gidebilir. U şeklinde bir toparlanma yerine krizin uzamasına neden olacak (raporumuzda paylaştığımız) yedi tetikleyici nedenin yakından takip edilmesi gerekiyor.

- Hızla uyarlanabilir politika araçlarına acil ihtiyaç var. Çift haneli bütçe açıkları, ek borç yükleri ve merkez bankalarının balon gibi şişen bilançoları (Hem Fed hem de AMB için GSYH'nin %50'sine ulaştı) krizin; finansal, ekonomik ve sosyal maliyetlerini hafifletmeye yardımcı oldu. Şimdiyse; ödeme kapasitelerine yönelik kriz ve toparlanmaya yönelik politikalar tasarlama zamanı. Raporumuzda, Covid-19 krizinin ekonomik aşamalarıyla başa çıkmak için uygulanabilecek bir politika seçenekleri menüsü tasarladık.

- Bölgesel görünüm başlığımız altında; giderek farklılaşan yollarda ilerlemeye başlayan ABD ve Avrupa, kısmi bir toparlanma gerçekleştiren Çin ve ciddi bir fırtınayla karşı karşıya olan Gelişmekte Olan Ülkeleri inceledik.

# 9 Trilyon USD

**Covid-19 resesyonu nedeniyle  
gerçekleşmesi beklenen küresel ekonomik kayıp**

**Tablo 1:** Küresel GSYH büyüme tahminleri

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Dünya GSYH Büyümesi</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>5.6</b>
ABD	2.4	2.9	2.3	-2.7	3.3
<b>Latin Amerika</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.1</b>	<b>-4.1</b>	<b>3.7</b>
Brezilya	1.3	1.3	1.1	-5.0	5.5
İngiltere	1.8	1.3	1.4	-8.2	8.7
<b>Euro Bölgesi üyeleri</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-9.3</b>	<b>9.3</b>
Almanya	2.8	1.5	0.6	-8.9	8.7
Fransa	2.4	1.7	1.3	-8.9	9.6
İtalya	1.7	0.7	0.3	-11.4	11.0
İspanya	2.9	2.4	2.0	-11.0	10.0
Rusya	1.6	2.3	1.3	-2.5	5.2
Türkiye	7.5	2.8	0.9	-3.3	7.6
<b>Asya-Pasifik</b>	<b>5.2</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>6.5</b>
Çin	6.9	6.7	6.1	1.8	8.5
Japonya	2.2	0.3	0.7	-5.7	2.2
Hindistan	7.3	6.2	5.0	1.1	7.5
<b>Orta Doğu</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>-4.5</b>	<b>2.4</b>
Suudi Arabistan	-0.7	2.4	0.2	-2.0	2.0
<b>Afrika</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>3.6</b>
Güney Afrika	1.4	0.8	0.3	-5.3	4.5

\* Küresel GSYH 2019 yılı piyasa değeri üzerinden ağırlıklandırıldı

Not: Hindistan için mali yıl

Kaynaklar: Allianz Araştırma, ulusal kaynaklar

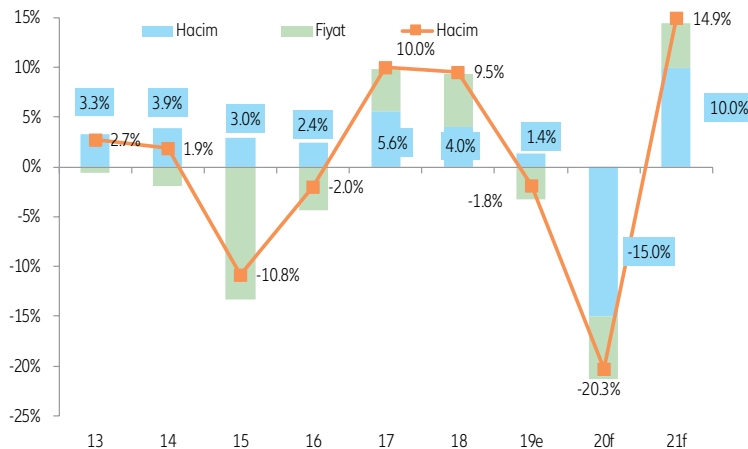
# KARA DELİK EKONOMİSİ: BENZERİ GÖRÜLMEMİŞ BİR ŞOKUN ETKİLERİNİ TAHMİN ETMEK

Son ekonomik ve sermaye piyasaları görünüm raporumuz olan Karantinadaki Ekonomiler raporumuzda Covid-19'un ekonomi üzerinde yarattığı üç şok dalgasını irdelemiştik (ticaretten finansal yapıya ve oradan karantina önlemlerine uzanan üç şok dalgası). Ayrıca, dünya çapındaki merkez bankaları ve hazinelerin benzeri görülmemiş politika önlemlerinin hafifletici etkilerini de dikkate alarak krizin şiddetini (GSYH, iş kayıpları, sermaye piyasaları, iflaslar) tahmin etmeye çalıştık. Ve, iki senaryo öngördük: U şeklinde bir toparlanma (temel senaryomuz) ve küresel ekonominin önümüzdeki birkaç yıl eski haline geri dönmeyeceği L şeklinde bir senaryo (uzayan kriz). Geride bıraktığımız ay, ilk değerlendirmelerimizi teyit etmemiz ve analizlerimize en az üç bakımdan ince ayar yapmamız için olanak verdi. Öncelikle; birçok öncü gösterge şokun boyutunu daha iyi anlamamıza yardımcı oldu. İkinci olarak, ülkelerin ekonomilerini yeniden faaliyete geçirme seçenekleri ardında yatan sıhhi ve ekonomik kazanımlar hakkında daha fazla detaya sahibiz. Son olarak, politika yapıcılarının krize yönelik daha fazla önlem alması gerektiğini gördük. Raporumuzda, bu yeni üç boyutu üç başlık altında ele aldık.

**Son veriler, ciddi karantina önlemi alan Avrupa ülkelerinin çoğunda yurtdışı ekonomik faaliyetlerde normal seviyeye göre yaklaşık %30 düşüş olduğuna işaret ediyor.** Avrupa'nın en büyük başkentlerinde trafik sıkışıklığı ortalama %70 azaldı, elektrik tüketimi Mart ortasına göre %20 ila %30 arası düştü, ve otomobil satışları; Avrupa ve ABD'de sırasıyla yıllık olarak %52 ve %37 geriledi. Tüketim şoku çok güçlü ve bu durum perakende satışlarından da görülebilir: Mart ayında Fransa'da perakende satışlarda aylık %24 düşüş olurken ABD'de aynı düşüş %9 seviyesindeydi. Şokun iş dünyasının güven endeksine etkisi özellikle hizmet sektörlerinde görülmemiş boyutta. Hizmet sektöründe, PM endeksleri gibi öncü göstergeler Nisan ayında rekor derecede düşük seviyelere geriledi. İmalat sanayiinde de göstergeler 2009 yılı krizinde görülen düşük seviyelerin de altına indi. İstihdam beklentileri çok hızlı bir şekilde kötüleşti ve kısmi işsizlikten yararlanan kişi sayısı hızla yükseldi: 1 ayda, Fransa'da 10 milyon, ABD'de ise 22 milyon kişinin üzerine çıktı. Tüketici güven endeksleri ülkeler bazında yine rekor düşüşlere sahne oldu. Euro Bölgesinde Mart ayında tüketici güveni -11,6'dan -22,7'ye geriledi.

**Tam teşekküllü karantina önlemleri görülmemiş boyutta bir ekonomik şoku tetikledi.** Salgının son dönemdeki ilerleyişini ve farklı otoritelerin aldığı kararları göz önüne aldığımızda, küresel nüfus ve küresel üretimin yarısından fazlasının ortalama iki ay daha karantina altında kalmasını bekliyoruz ve bu durum 2020 yılı küresel GSYH senaryomuzda aşağı yönde ciddi bir revizyona gitmemize ve büyüme tahminimizi %0,5'ten -%3,3'e çekmemize neden oldu. Ekonomik faaliyetlerdeki düşüşün 2.Ç.'te GSYH üzerindeki etkileri çeyreklik bazda (karantina önlemlerinin sertliğine göre ülkeden ülkeye değişmek üzere) -%10 ila -%20 arasında olacaktır. Üstelik, ilk çeyrekte de keskin bir resesyon izlenmiştir (çeyreklik bazda -%2,5 ila -%8 arası). Gelişmiş ülkelerin -%5,3'lük bir resesyona kaydetmesini ve Gelişmekte olan ülkelerin de 10 senedir ilk kez resesyona girmesini (-%0,5) bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, bu, İkinci Dünya Savaşı'ndan beri görülen en kötü resesyon ve yaklaşık 9 trilyon dolarlık bir ekonomik kayba – diğer bir deyişle Almanya ve Japonya ekonomilerinin toplam GSYH büyüklüklerine – eşit ve 2009 yılında yaşanan Küresel Finansal Kriz'in yarattığı tahribatin 2 katından fazla

**Grafik 1 : Küresel ticaretin hacim ve değer olarak büyümesi (% , yıllık)**



Kaynaklar: ITC, Euler Hermes, Allianz Araştırma Departmanı

**2020 yılında ticari kayıplar 3,5 trilyon dolara ulaşabilir.** Mal ve hizmet ticaretinde iki çeyrek boyunca sürece (1.Ç. ve 2.Ç.) bir resesyon bekliyoruz. Bunun sonucunda ticaret hacminde 2020 yılında %15'lik bir daralma görülecektir. Değer olarak bakıldığında ise; tepetaklak giden emtia fiyatları ve güçlü USD fiyatları üzerinde aşağı yönde baskı yaratacağıdır. Bu nedenle, küresel ticaretin nominal olarak %20 azalmasını bekliyoruz. Bu da, en belirgin olarak Euro Bölgesinde görülmek üzere, şirket cirolarının 2020 yılı 2.Ç.'de yıllık %30 ila %40 arasında küçülmesi yönünde baskı yaratacağıdır.

**Korunacılık, Covid-19 sonrası hayatın önemli bir özelliği olacak. Bu durum, toparlanma sürecini tehlikeye atabilir.**

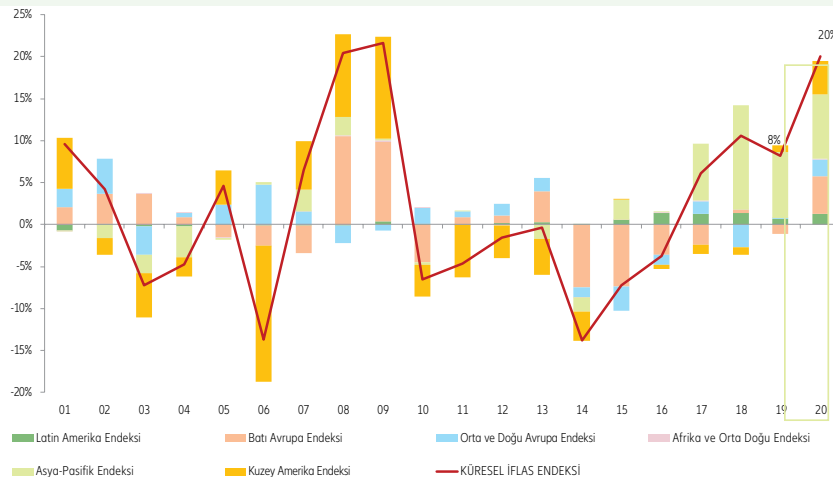
Korunacılığın artışına (maskeler üzerindeki ihracat kısıtlamalarının maske fiyatlarını %20 artırılabileceğini unutmayın), endüstriyel özerklik arzusunun (Avrupa, Fransa, ABD; sağlık ve kritik tedarik zincirleri için) ve gizli sübvansiyonlara (Japonya'nın Çin'den üretimi kaydırmak için 2,2 milyar dolarlık

teşvik planı) işaret eden artan sayıda kanıt var. Kısa vadede, ihracat yasakları özellikle gelişmekte olan ülkelerde virüse karşı mücadeleyi tehlikeye atıyor. Orta vadede, ticaret engelleri; tedarik zincirlerinin kışalmasına yönelik potansiyel bir eğilime, daha fazla yatırım korumasına ve dolayısıyla (eğer gerçekleşebilirse) maliyeti daha yüksek olacak bir toparlanma sürecine işaret ediyor.

**Görülmemiş bir desteğe rağmen, iflaslar 2020 yılında %20 artacak.** Ekonomik döngülere olan tarihsel duyarlılığa ve hükümetlerin; şirketleri desteklemek (vergi ertelemeleri, devlet kredileri ve garantileri) ve büyük çaplı iflaslarla bunların domino etkilerini önlemek için yaptığı müdahalelere bakarak 2020 yılında küresel iflasların en az %20 artacağını söyleyebiliriz. Bu oran; ABD'deki %25'lik, Çin'deki %15'lik ve Avrupa'daki %19'luk iflas artışlarının bir sonucu olacak ve iflaslardaki artışın üst üste dördüncü yıla girmesi anlamına gelecek.

**Kısmi işsizlik kategorisine giren işlerde çalışanların üçte biri işsiz kalabilir.** ABD işgücü piyasası hayli esnek. 2020 yılında burada işsizlik oranının ortalama %9,4'e çıkmasını bekliyoruz. 70 milyondan fazla insanın kısmi işsizlik programlarından faydalanmasının beklendiği Euro Bölgesi'nde, ekonomilerin çok yavaş olarak yeniden faaliyete geçmesi şirketler için sabit maliyetlerin düşürülmesini gerektirecek – özellikle de karantina önlemlerinin çok yavaş hızla kaldırılacağı sektörler için (otel ve konaklama, seyahat ve perakende). Belçika, İngiltere, İspanya, Fransa ve Portekiz gibi işsizlik programlarının yaklaşık 6 ayla sınırlı olduğu ülkelerde kısmi işsizlik kategorisine giren işlerde çalışanların üçte birinin yıl sonuna kadar işsiz kalabileceğini öngörüyoruz. Bunun sonucunda, Euro Bölgesi'nde işsizlik 2 yüzde puan artarak 2020 yılında %9,5'e yükselebilir (İspanya %18,5, İtalya %11,8, Fransa %10,5 ve Almanya %6). İngiltere'de işsizliğin %3,8'den %6'ya çıkmasını bekliyoruz.

**Grafik 2: Küresel ve Bölgesel İflas Endeksleri (yıllık değişimler, %)**



# UFUKTA EKONOMİK FAALİYETLERDE HAREKETLENME YOK MU? PİYASALAR, FAALİYETLERİN YAVAŞ YAVAŞ YENİDEN BAŞLAYACAĞINA DAİR NOTU ALMADI

## Koronavirüs nedeniyle başlayan karantina önlemlerinin çok yakında sona ereceğine dair beklentiler abartılıyor.

Başlıca ekonomiler faaliyetlerin yeniden başlamasına yönelik planlar açıkladı ama biz karantina önlemlerinin kalkmasının çok yavaş gerçekleşmesini bekliyoruz ve bu sürecin dört aşamadan oluşmasını bekliyoruz: Sıkı karantina önlemlerinden kademeli yurtiçi serbestiye, bu noktadan kademeli uluslararası serbestiye ve son olarak ekonomik faaliyetlerin tamamen eski haline dömesine. Burada şunun anlaşılması önemli: Virüsün üreme oranının (RO) etkili bir şekilde yönetilebilmesi için birçok ekonominin iki-üç çeyrek boyunca potansiyelinin %70-%80'i arasında faaliyet göstermesi gerekiyor ulaşım, seyahat, perakende ve konaklama sektörlerinde duraksama süresi daha uzun olabilir. Sonuç olarak, imalat ve inşaat sektörlerinde faaliyetler hizmet sektörlerine göre daha hızlı artabilir. Çin'den alınan dersler, yurtiçi Covid-19 vakalarının sıfıra yaklaşmasından bir ay sonra üretim faaliyetlerinin kriz öncesi normal seviyelerinin hâlâ %80-%85'i kadar olduğunu ve dayanıklı mallara yönelik tüketici harcamalarının ise normal seviyelerin %65'inde kaldığını gösteriyor. Küresel olarak bakıldığında 2021 yılının ortasına kadar işlerin olağan haline dönmesi pek olası değil ve hatta bu da aşının

bulunup bulunmamasına bağlı olacak (2021 küresel GSYH büyümesi tahminimiz %5,6).

## Karantina önlemlerinin kaldırılmasında; hasta bakımı, test ve takip kapasiteleri önemli rol oynayacak: Karantinanın son bulması ülkeden ülkeye değişecek.

Şu anda, sınırlamaların üç ila dört ay içinde kademeli olarak kaldırılacağı ve bugünden 2021 ortasına kadar olan dönemde salgın dalgasının yeniden ara ara kendini hissettirebileceği durumlar için devre kesicilere ihtiyaç duyulacağı durum üzerinde duruyoruz. Karantinadan potansiyel çıkış stratejilerini ve bunlarla ilintili riskleri anlamak için, ülkeleri; 'sınırlamaların kaldırılması halinde sağlık hizmetleri bakımından hazırlıklı olma durumları' ve 'sınırlamalara karşı ekonomik kırılganlıkları' bakımından grupladık. Bu yazının kaleme alındığı sırada bu çerçevede yaptığımız analizlerde ülkelerin dört farklı şekilde kümelenildiğini gördük. Bunlardan, çoğunluğunu Gelişmekte olan Ülkelerin oluşturduğu ilk grup, virüsün yayılma hızının hâlen artıyor olması ve sağlık hizmetlerinin buna ayak uydurmada zorlanması bakımından hâlen karantinadan çıkışa hazır görünmüyor. İkinci kümede yer alan, erkenciler (Çin, Danimarka, Güney Kore), karantinadan hızla çıkabilecek şekilde test

yapma ve medikal kapasitelerini arttırdı. Üçüncü -sınırdan yer alan- ülke grubunu (İtalya, Almanya, Singapur) ilerlemeler kaydeden ama sınırlamaların uzamasına ve işbirlikçi olmamasına karşı -genellikle ticari bağımlılıkları nedeniyle- ekonomik bakımdan savunmasız olan ülkeler oluşturuyor. Son kümede ise; hâlen salgına karşı savaş veren (ABD, Japonya, İngiltere, Fransa, İspanya), test yapma kapasitesi en iyi performansı gösteren ülkeler seviyesine henüz ulaşmamış ve bu nedenle de karantinadan çıkışın (ikincil salgınlardan kaçınmak için) daha da kademeli ve yavaş olacağı ülkeler yer alıyor.

## Piyasalar: İşler iyiye gitmeden daha da kötüye gidebilir.

Hâlen Şubat ayında yaşanan piyasa kayıplarının sene sonuna kadar tamamen giderilemeyeceğini düşünüyoruz. Piyasaları yapısal olarak sakınleştirebilmek için; bu mali yılın hâlen tamamen kaybedilmediğine ve boyutu giderek küçülen bir salgına paralel olarak ekonominin yeniden etkin bir şekilde faaliyete geçirilebileceğine dair inandırıcı deliller sunmak gerekiyor. Bu iki koşul sağlansa bile yatırımcıların risk iştahları eskisi gibi olmayabilir ve bu da hız/duyarlılık bakımından tamamen V şeklinde olan bir toparlanmanın önüne geçiyor.

Şekil 1: İşlerin olağan haline dönmesi için ne gerekiyor



Kaynak: Allianz Araştırma Departmanı

## Şekil 2: İşlerin olağan haline dönmesi için ne gerekiyor



Kaynak: Allianz Araştırma Departmanı

**Hisse senedi piyasasında yaşanan son toparlanmaya rağmen hâlâ ana yapı taşları bazında bir toparlanma eğrisi oluşturabilmek çok güç.** Şu noktada ve değerlendirme yaklaşımımızla tutarlı olarak, ABD hisse senedi piyasalarının 2020 yılında yıllık performanslarında hâlâ %20 düşüş olmasını ve bu piyasalarda eski seviyelere ancak 2021 yılında kademeli olarak geri dönmeye başlanmasını bekliyoruz (o da ancak eski zirveleri görmeden). Benzer şekilde Avrupa hisse senedi piyasalarının da aynı rotayı çizmesini ama 2020 yılında yıllık performanslarında %22'lik bir düşüş olmasını öngörüyoruz.

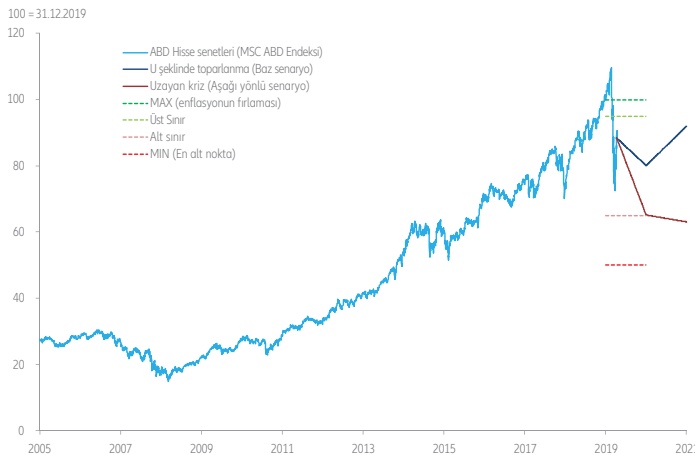
**Bu noktada, beklentilerimiz hâlen ABD uzun dönemli tahvil getirilerinin 2020 yılını yaklaşık %1'lik getiriyile kapatması yönünde.** Haftalarca süren düzensiz

davranıştan sonra, küresel uzun vadeli ulusal varlık piyasaları sakinleşti. Hem salgın cephesinden hem de mali politikalar ve para politikaları cephesinden gelen karışık iyi ve kötü haberler piyasaları yeni bir çıpa ya da ileriye dönük temel bir değer arayışı içine sürükledi ki sonunda bunu bulmuş gibi görünüyorlar. 2020 sonrasında ABD uzun vadeli tahvil getirilerinin 2021 sonunda Covid-19 öncesindeki makul değerlere (%1,4) yakınsamasını bekliyoruz. Benzer şekilde, 10 yıllık Bund getirileri de -%0,5 civarlarında işlem görecektir ve yine ABD'deki gibi uzun vadeli Alman tahvil getirilerinin 2021 yılı sonunda -%0,3'lere yakınsamasını bekliyoruz.

**Küresel şirket kredileri aşırı oynaklığın olduğu bu son dönemde en çok etkilenen varlık sınıflarından biri olmaya devam ediyor.** Bu sınıf içinde özellikle bazı

sektörler baskı altında kalmaya devam ediyor. Bunlardan; Seyahat ve eğlence, hava taşımacılığı ve petrol ve gaz, hem yatırım notu hem de yüksek getirili varlıklar bakımından bu grup içinde en fazla gömülü risk taşıyan sektörler. Senaryo olarak hâlen, yatırım seviyesindeki şirket kredilerinin marjlarının (spread) sene sonuna doğru hafif yapısal bir artış kaydetmesini ve böylece, marjların (spread) sene başındaki seviyelerin üzerine çıkmasını (ABD cinsinden olan şirket kredileri için 230 ve Euro cinsinden olan şirket kredileri için 180 baz puan) bekliyoruz. 2021 yılına baktığımızda ise, şirket kredileri marjlarının (spread) yavaş ama istikrarlı bir şekilde eski tarihi düşük seviyelerine dönmeye başlayacağını (EUR ve ABD cinsinden olanlar için sırasıyla 150 ve 180 baz puan) öngörmeye devam ediyoruz.

### Grafik 3: ABD Hisse senedi piyasası görünümü



Kaynaklar: Refinitiv, Allianz Araştırma Departmanı

### Grafik 4: Yatırım derecesindeki ABD şirket borçlanma araçlarının marjları (spread'leri)



Kaynaklar: Refinitiv, Allianz Araştırma Departmanı

### Neler yanlış gidebilir: Yedi olası günah.

Karantınadaki Ekonomiler raporumuzda L şeklinde bir senaryoya yol açabilecek üç tip riskle ilgili uyarıda bulunmuştuk: (i) Şirket tahvillerinin yeniden derecelendirilmesine yönelik bir dalganın ortaya çıkması; (ii) likidite krizi riski ve (iii) dünya ekonomisinin "kendi kendine" motorunu yeniden çalıştırmada güçlük çekmesi (onca devlet desteği ve müdahalesinden sonra) ve politika hatalarının kuyruk riski. Bunlara ek olarak takip edilmesi gereken diğer yedi tane risk var: (1) Virüsün ikinci (ve daha ciddi) bir salgın dalgasına yol açması – ki bu dünya ekonomisini 2021 yılı sonuna kadar kriz öncesi seviyelerinin altında tutmaya devam eder. (2) Uzun süreli belirsizlik ve düşük

güven seviyelerinin yatırımları geciktirmesi ve ihtiyati tasarrufları arttırması. (3) Politika hataları – merkez bankalarından yetersiz destek – ve Euro Bölgesi'nde mali yük paylaşımının yetersiz kalmasıyla kötüye gidişin tekrarlanması ve ulusal borç krizlerinin tetiklenmesi. (4) Yüksek riskli kredilerdeki ciddi artış ve nakit sıkıntısı yaşayan şirketlerin ödeme güçlükleri nedeniyle bir bankacılık ya da gayrimenkul krizinin ortaya çıkması. (5) Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, artan eşitsizliklerin dikkate alınmaması nedeniyle artan sosyal hoşnutsuzluk ve siyasi gerginlikler. (6) Dünya genelinde korumacı önlemleri tetikleyen ve şirketlerin yapısal olarak daha düşük marjlarla çalışmalarına neden olan daha kısa tedarik zincirleri.

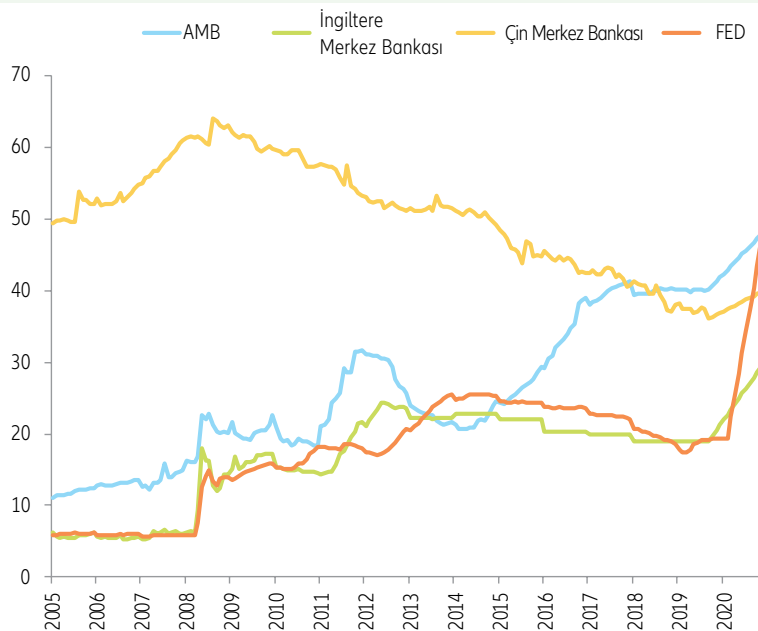
(7) Aşırı ahlaki tehlikenin (moral hazard) (Merkez Bankalarının emisyonunda aşırıya gitmesi durumunda); daha yüksek enflasyon, borçların yeniden yapılandırılması ve artan vergilere yönelik kolektif bir risk oluşturması. Krizin uzayan bir hal almasını engellemek için likidite sağlamak önemli (borç ve nakit; piyasalar, bankalar ve şirketler) ve kurumlara olan güvenin sağlam kalması elzem.

**Grafik 3: Bütçe açığı ve kamu borç oranları, (2020-21, ülke bazında)**

	Açıklanan mali yardımlar (yerel paralar cinsinden)		GSYH büyümesine etkisi(yüzde puan olarak)	Bütçe Açığı		Kamu Borcu		İkinci aşamada beklenen mali yardım (% of GDP)	Toparlanmaya destek için beklenen mali canlandırma paketi (% of GDP)
		(GSYH'nin %'si)		2020	2021	2020	2021		
Almanya	123	3.6%	1.3	-7.0	-3.0	72	68	2.0%	2.0%
Fransa	110	4.7%	1.9	-11.0	-8.0	118	116	0.5%	2.0%
İtalya	25	1.4%	0.7	-13.6	-3.7	169	156	1.0%	1.0%
İspanya	23	1.8%	0.5	-7.8	-4.5	116	110	1.0%	1.5%
İngiltere	65	2.9%	1.2	-7.4	-4.8	93	96	1.5%	2.0%
ABD	2300	10.8%	2.2	-12.0	-10.0	90	96		10.0%

Kaynak: Allianz Araştırma Departmanı

**Grafik 5: Merkez Bankalarının Bilançoları (GSYH'nin %'si olarak)**



Kaynaklar: Resmi kaynaklar, Allianz Araştırma Departmanı



# GÖRÜLMEMİŞ EKONOMİ POLİTİKALARI UYGULAMAYA KONDU AMA U ŞEKLİNDE BİR TOPARLANMAYI GARANTİYE ALMAK İÇİN DAHA FAZLASI GEREKİYOR

## **Çift haneli bütçe açıkları ve merkez bankalarının balon gibi şişen bilançoları (Hem Fed hem de AMB'nin bilançosu GSYH'nin %50'sine ulaştı) krizin; finansal, ekonomik ve sosyal maliyetlerini hafifletmeye yardımcı oldu.**

Fransa'da 10 milyondan fazla insan kısmi işsizlik programı altında. Almanya'da ise 725 bin şirket Kurzarbeit<sup>1</sup> kullanıyor. Toplama bakıldığında istihdamı korumanın maliyeti her ülkede GSYH'nin %1,5'ini aşacak aşacak gibi duruyor. Buna ek olarak 1 trilyon euroyu geçen kamu garantileriyle kamu borç seviyeleri yeni rekorlar kıracak gibi: İtalya'da ve Fransa'da sırasıyla GSYH'nin %169'u ve %118'ine çıkarak. Orta vadede borçların sürdürülebilirliğine dair endişeler ortaya çıkabilir ve finansal piyasalar toparlanma aşamasında tüketicilerin satın alma gücünün desteklenmesinin yanında diğer etkin mali canlandırma önlemleri de görmeyi bekleyecek. Bunların arasında:

altyapı yatırımları (yeşil yatırımlar dahil), vergi reformlarıyla birlikte yurtiçi yatırımları canlandırmak için vergi teşvikleri ve KOBİ'ler için kolay finansman geliyor. Toparlanma aşamasında alınacak mali canlandırma önlemlerinin büyüklüğünün Avrupa'da GSYH'nin %1,5'i ile %2'sine ABD'de ise GSYH'nin %10'una yaklaşmasını bekliyoruz.

## **Fed halihazırda zaten Hulk<sup>2</sup> gibi. Daha ne beklemeli?**

Fed'in bilançosu sene başından bu yana 4,13 trilyon dolardan 6,34 trilyona çıktı. Bir ay daha (Nisan ayında) 2 trilyon dolarlık bir bilanço artışı bekliyoruz. İkinci aşama olan karantinadan çıkışa ilk geçildiğinde (ekonomi politikaları açısından ikinci seviye saydığımız Mayıs ayında başlayacağını tahmin ettiğimiz aşama) ilk ayda (Mayıs ayında) bilançonun büyüme hızı yarıya düşürülebilir. Takip eden üç ayda da (Haziran, Temmuz, Ağustos) bu hız tekrar yarılanabilir. Karantinadan çıkışın bir sonraki

aşaması olan üçüncü aşamada (Eylül'den Aralık'a kadar sürmesini beklediğimiz ekonomi politikaları açısından üçüncü aşama) bilançonun artış hızının bir kez daha yarılanmasını ve bu aşamada aylık 250 milyar dolarlık artışlar olmasını bekliyoruz. Sene sonunda, Fed'in bilanço toplamı 11,5 trilyon dolara yani GSYH'nin yaklaşık yarısına ulaşabilir. Bu süreçte Fed'in bilanço kompozisyonu da değişecektir. Açıkta tutulan menkul kıymetler şu anda toplam varlıkların %80'ini oluşturuyor. Bu oranın giderek azalmasını ve açıkta tutulan menkul kıymetlerin yerini; eyaletlere, işletmelere ve şehirlere sağlanan borçların almasını bekliyoruz. 2021 yılının başından itibaren Fed'in bilanço büyüklüğündeki artış durabilir ama yeni ihraç edilen ABD kamu borçlarının önemli bir kısmını absorbe edebilmek için büyüklük sabit kalabilir. Normalleşmeye yönelik ilk adım, Fed'in 2021 yılı sonu ve 2022 yılı başında Hedef Fon Oranlarında iki kere artışa gitmesiyle gelebilir.

<sup>1</sup>Almanya'da genelde kriz zamanlarında üretimini durdurmak zorunda kalan şirketlerin çalışanlarını işten çıkarması yerine ücretsiz izne yollaması ve devletin bu çalışanlara ücretlerinin yaklaşık %60'ını ödemesini sağlayan bir destek sistemi.

<sup>2</sup>Sınırsız hazine kağıdı ve ipotete dayalı menkul kıymet alımı – Önceden bu alımlar sırasıyla, 500 ve 200 milyar USD ile sınırlıydı; ABD Hazinesi tarafından tanımlanacak ve aktifleştirilecek yeni bir program aracılığıyla işverenlere, tüketicilere ve işletmelere 300 milyar dolar daha yeni finansman sağlanması. Bunun 30 milyar doları ESF'den (Kur İstikrar Fonu) gelecek. Büyük işverenlere verilen krediyi desteklemek için iki yeni olanak sağlanacak: yeni bono ihraçları ve krediler için PMCCF (Birincil Piyasa Kurumsal Kredi Olanak) ve likidite sağlamak için SMCCF (İkincil Piyasa Kurumsal Krediler). Sadece yatırım yapılabilir derecede sahip şirketler bunlar için uygun olacak. Bu şirketler, dört yıllık bir finansman köprüsünden yararlanabilecek.

ABS'lerin (Varlığa dayalı menkul kıymet) ihracını desteklemek için TALF (Dönemlik Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Olanak) diriltilecek ve buna ek olarak; öğrenci kredileri, araç/otomobil kredileri, kredi kartı kredileri ve Küçük İşletme Merkezi tarafından sağlanacak krediler devreye sokulacak. Değişken oranlı belediye tahvilleri ve bankaların mevduat sertifikaları MMLF (Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanak) için uygun sayılacak. CPFF (Ticari Kağıt Fonlama Olanak) ticari menkul kıymet piyasası yoluyla borçlanma imkanı sağlanacak;

Küçük ve orta ölçekli işletmelere borç vermeyi desteklemek için 2,3 trilyon dolarlık bir İşletme Kredisi Programı oluşturulacak. Program kapsamında 10.000'e kadar çalışanı ve 2,5 milyar dolarlık geliri olan işletmelere kredi sağlanacak. Toplam kullanılacak miktar 600 milyar dolar olacak. Ayrıca, eyaletlere ve belediyelere doğrudan 500 milyar dolarlık kredi kullanılacak (yani sadece eyaletlerden ve belediyelerden tahvil alınmayacak, doğrudan kredi de verilecek). Fed, yeni oluşturulan kredi programlarının kapsamında da 850 milyar dolarlık artışa gitti.

### **AMB: Her gün "günü kurtarmak".**

AMB, büyük ve kapsamlı bir desteğe başladı (bankalara likidite sağlanması, yeni bir Pandemi Acil Durum Satın Alma Programı (PEPP)). Kurum, 2020 sonuna kadar aylık varlık satın alma işlemlerini yaklaşık 115 milyar euroya çıkardı ve tahvil alım limitlerine yönelik sınırları geçici olarak kaldırdı. Yine de; piyasaları etkilemek ve mali yük paylaşımına yönelik devam eden siyasi anlaşmazlıklar göz önüne alındığında ortaya çıkan borç sürdürülebilirliği endişelerini yatıştırmak için koşullar, AMB'yi çok yakında şapkasından yeni bir numara çıkarmaya zorlayabilir. AMB şu anda Avrupa tarzı "marjı kapatmaya" yönelik bir getiri eğrisi hedeflemesine başladığı için 2021 yılında PEPP devam edecektir. Bu da, 2021 yılı boyunca aylık bazda minimum 100 milyar euroluk varlık satın alımı gerektiriyor (Yani, önceden varolan aylık 20 milyar euroluk varlık satın alma programına ek olarak aylık 75 milyar euroluk varlık satın alımı). 2021 yılında borç ihracı belirgin olmaya devam edeceği için bu pratikte AMB'nin 2021 yılında bilançosunu 1 trilyon euro daha büyütmesi anlamına geliyor. AMB'nin PEPP alımlarına önden başladığı göz önüne alındığında, kurumdan; kararlılığını göstermek ve varolan endişeleri ortadan kaldırmak için 2020 yılının üçüncü çeyreği gibi çok yakın bir zamanda PEPP'de boyut ve süre açısından artışa gidileceğine yönelik bir açıklama gelebilir. Euro bölgesi ekonomisi, 2021'in ilk yarısında kriz öncesi durumuna geri dönecek gibi görünse de para politikasının 2023 yılına kadar bölge ekonomisini canlandırmaya yönelik duruş sergilemeye devam edeceğine inanıyoruz. 2023 yılında aylık varlık satın alımlarının boyutu 100 milyar euro seviyelerinden

yaklaşık 20 milyar euro seviyelerine çekilebilir ama Covid-19 krizinin mirası düşünüldüğünde (ki; kamu ve özel sektörde artan borç seviyeleri ve bankaların bilançolarındaki donuk krediler buna dahil) düşük faiz oranlarına ve kapsamlı bankacılık sektörü desteklerine olan ihtiyaç devam edecek.

**Her seferinde yeni bir ekonomi politikası adımı atmak: Ekonominin daha da zombileşmesinin önüne geçilebilmesi için artık ekonomi politikaları acil likidite desteğinden, belirli hedefler ve zamanla artan koşullara bağlı önlemlerle ödeme kapasitesi desteğine yönelmeli.** Temel maliye ve para politikası önlemlerini hedef (hanehalkı, işletmeler ve finansal sektör) ve aşamalara göre derledik. Covid-19 krizi tasarruflarda daha önce görülmemiş bir artış yarattı: artık, Avrupa'da tasarruf oranlarının kriz öncesi döneme göre 6 yüzde puan artmasını ve 2020 yılı sonunda %21 seviyesine çıkmasını bekliyoruz. Karantinadan çıkış sürecinde hükümetlerin; tüketimi canlandırmak ve sosyal hoşnutsuzlukların ortaya çıkmasını önlemek için daha fazla tüketici odaklı politikalara yönelmesini bekliyoruz (KDV kesintileri, uyarlanabilir sosyal koruma, kuponlar). Aynı zamanda, krizden en çok zarar gören: havayolu taşımacılığı, otel ve konaklama ve perakende gibi sektörlerle mali yardım önlemleri ve şirketlerin yeniden ihracata başlaması için destekler de gelecektir. Hanehalkının ihtiyatı tasarruf oranının artmasını önlemek için; daha güçlü sosyal koruma, açık tüketim ve yatırım teşvikleri, girişimciliğin ve hissedarlığın önünü açacak önlemler tercih edilebilir. **Dünya yeniden birbirine bağlanmaya başladıkça ekonomi politikaları**

**uluslararası ağların yeniden sağlanmasını da kapsayacak şekilde toparlanmanın tohumlarını ekmeye başlamalı.** Bu önemli aşamaya geçilebilmesi için öncelikle yerel karantinadan çıkış stratejilerinin başarılı bir şekilde uygulanabilmiş olması gerekiyor. Yani, yeni vakaların; test, takip ve izolasyonu yerel bazda çok hızlı yapılabilecek hale gelmeli ki ikinci bir salgın önüne geçilebilsin. Bu aşamaya gelindiğinde politikaların odağı mali destekten mali canlandırmaya kaymalı ve azalan; tasarruf oranları ve korku faktörüyle birlikte yeni bir yatırım döngüsünü tetiklemek için gereken teşvik sağlanmalı. İstihdam artışını teşvik etmek için aktif işgücü politikalarına odaklanılmalıdır. Küresel talebin yeniden artışa geçmesiyle; yatırımları hızlandırılmış amortisman ve hedefe yönelik borç verme yoluyla teşvik etmek ve ticaret finansmanını artırmak da toparlanma için katalizör olabilir.

**Son olarak, ekonomi politikaları; krizin mirasıyla mücadele etmek ve bir daha bu şekilde yaşanmasını önlemek üzere şekillenecektir.** Günlük faaliyetlere yeniden dönülmesi ve darboğaz etkilerinin giderilmesiyle ekonominin motorlarının bir anda çalışmaya başlaması, ekonomilerin hızla potansiyel kapasitelerine ulaşmaları ve er geç senenin kalanında bu kapasiteyi aşmaları anlamına gelecek. Dördüncü aşamaya gelindiğinde gelecek için hazırlıklı olmak için; halk sağlığı ve altyapısına yatırım yapmak, yeşil yatırımlar ve inovasyona yönelik yatırım ve teşvik politikalarını genişletmek, hayati tıbbi ekipman için yerel üretim kapasitesine yatırım yapmak ve hükümetlerin ve merkez bankalarının ekonomideki rolünü yeniden düşünmek gerekiyor.

<sup>3</sup>Önümüzdeki aylarda Euro Bölgesi hükümetleri tarafından – özellikle de borç yükünün bu yıl GSYH'nin %170'ine yakın artmasını beklediğimiz İtalya tarafından – ihraç edilecek yeni borca kıyasla ECB'nin 750 milyar euroluk Salgın Acil Satın Alma Programı yetersiz görünmeye başlıyor. Tek başına dört büyük Avrupa ülkesinin (Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) 2020 yılında toplam 1 trilyon euroya yakın uzun dönemli borç ihraç etmesi bekleniyor. Büyük ihtimalle; PEPP satın alımlarıyla yeniden yatırım yapılmasına ya da çürük tahvillerin (junk rated bonds) teminat olarak kabul edilmesine de başlanacak ama bu çerçevede bunlar tek başına kesinlikle yeterli olmayacaktır.

**Tablo 3:** Covid-19 krizinin farklı aşamalarında politika çerçevesi

		<b>1. Aşama: Ulusal Karantina Dönemi</b> (Sağlık krizinin zirvesi, 2020 yılı 1Ç-2Ç, birçok ülke için yetersiz test kapasitesi)	<b>2. Aşama: Yerel bazda karantınadan çıkış Sağlık krizinin zirvesinin aşılması, buluşma oranının 1'in altına düşmesi, 2020 yılı 2Ç-3Ç, test kapasitelerinin artırılması, ve mümkün olan yerlerde kişilerin izlenmesi</b>	<b>3. Aşama: Uluslararası açılma &amp; 4. Aşama: Normale dönüş</b> 3. aşama için 2020 yılı 3Ç-4Ç, 4. aşama için 2021 yılı 1Ç-2Ç. Tam test kapasitesinin ve onu takiben aşının sağlanması
		Ne gerekirsya yapılmalı / Hayata geri döndürücü carlandıma önlemler: genel (arz ve talep) ve kapsuzluş lıkışite desteği	Hedefe yönelik teşvik bazında carlandıma önlemler: incentive-based stimulusuşıula bağlı ve daha tutumlu, ödeme kapasitelerini artırmaya yönelik önlemler	Ekonomik yapı odaklı carlandıma önlemleri: tedarik zincirleri ve ticaret ya da turizme yönelik carlandıma önlemleri Uzun-vadeli yatırım carlandıracak önlemler: kısa vadeli carlandıma önlemlerini aşamalı olarak kaldırılmak, geleceğe hazırlanmak
Para Politikası	Hanehalkı	Hazine bonoları ve ipoteğe dayalı menkul kıymet satın almı kanalıyla hanehalkına dolaylı yardım. Varlığa dayalı menkul kıymet satın almaları. Bunlara ek olarak, öğrenci kredileri, araç kredileri, kredi kartı kredileri (Fed)	Hanehalkına dolaylı yardım: Belediye tahvillerinin satın alınması kanalıyla işsizlik yardımı sağlanması (Fed)	İpotek kredisi ve tüketici kredisi koşullarının hafifletilmesi (Çin, 2016)
	İşletmeler	Şirket tahvillerinin ve ticari kağıtlarının satın alınması Merkez bankası tarafından doğrudan kredi karşılığı sağlanması, düşen melekler (derecelendirme notu bakımından) tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin satın alınması (Fed) Düşük faiz oranları ve bankacılık sektörü likidasyon operasyonlarıyla özel sektörün dolaylı yoldan desteklenmesi	Ticari senet ve bono alımları Merkez bankası tarafından doğrudan kredi verilmesi, düşen melekler (fallen angels) tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin satın alınması Düşük faiz oranları ve bankacılık sektörü likidasyon operasyonlarıyla özel sektörün dolaylı yoldan desteklenmesi	Varlık alımlarında kademele yapılaşma Yeniden yatırım politikalarının yeniden kalibrasyonu Merkez Bankası bilançolarının küçültülme aşamasına geçilmesi (Daha uzun bir süreye yayılarak: Fed için 2022-2023, AMB için daha da sonrasında) Düşük faiz oranları ve bankacılık sektörü likidasyon operasyonlarıyla özel sektörün dolaylı yoldan desteklenmesi
	Kamu Sektörü	Ulusal devlet tahvillerinin satın alınması (Fed, AMB, BoJ, ...) Ulusal tahvillerin uygun oranlarda yeniden finansmanın sağlanması (bunun için ulusal varlık satın almalarına gidilmesi: örtük getiri eğrisi hedeflemesi)	Ulusal devlet tahvillerinin satın alınması (Fed, AMB, BoJ, ...) Ulusal tahvillerin uygun oranlarda yeniden finansmanın sağlanması (bunun için ulusal varlık satın almalarına gidilmesi: örtük getiri eğrisi hedeflemesi)	
	Finans Sektörü	Finansal araçlar için likidite sağlanması: daha düşük faiz oranları ve daha gevşek zorunlu teminat karşılıkları yoluyla (ECB) Daha düşük zorunlu rezerv oranları yoluyla bankaların; hanehalkı ve KOBİlere kredi vermesini teşvik etmek; KOBİlere borç verme serbestisi, ve ödeme kuralının, banka provizyonu ve banka kredi sınırlarında kuralının geçici olarak gevşetilmesi Piyasada likiditeyi korumak için gerekli önlemler Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarıyla daha büyük merkez bankaları arasında takas hatları oluşturulması (Fed, PBoC)	Finansal araçlar için likidite sağlanması: daha düşük faiz oranları ve daha gevşek zorunlu teminat karşılıkları yoluyla (ECB) Özkaynak enjeksiyonları (BoJ) Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarıyla daha büyük merkez bankaları arasında takas hatları oluşturulması (Fed, PBoC) Bağta daha düşük zorunlu rezerv oranları yoluyla olmak üzere bankaların KOBİlere kredi vermesini teşvik etmeye devam edilmesi (bkzn. 1. aşama)	Finansal araçlar için likidite sağlanması: daha düşük faiz oranları ve daha gevşek zorunlu teminat karşılıkları yoluyla (ECB) Spesifik sektörler ve şirket tipleri (özel sektör, KOBİler) hedefe yönelik krediler sağlanması, para politikası aktarm mekanizmasının verimliliğini artırmak için yapısal reformlar gerçekleştirilmesi (Çin) Mali düzenlemeleri yeni bir çerçeveye oturtmak (Basel V)
Mali Politikalar	Hanehalkı	Sosyal yardımların kapsamını genişletmek ve kriz süresince faydalanma hakkı sağlamak: işsizlik sigortasının geçici işçileri/bağsuz yüklenicileri (gig workers) kapsayacak şekilde genişletilmesi, geçici işsizliğin esnekleştirilmesi (ücretsiz izne carlanırlarla ücret/tazminat verilmesi), hastalık izni kullanırlara daha fazla ve daha uzun süreyle tazminat sağlanması, Sosyal refah devletinin tam olarak carlanması veya bu şekilde devlet yönetimi yaklaşımına sahip olmayan ülkelere en savunmasız kesime nakit transferleri yapılması İpotek ödemeleri ve öğrenci kredi ödemelerinin askıya alınması Vergi ve sosyal güvenlik ödemelerinin ertelenmesi Sağlık personeli için ikramiye Kayıt dığ ekonomi carlarırları için hedefe yönelik programlar: kameler ve nakit transferleri	Ücretsiz izne carlanlar işçilere ödeme yapılmasına / diğer sosyal yardımlara devam edilmesi Savunmasız olan kesimin tüketimini yeniden carlandırabilmek için nakit transferleri yapılması Tüketimde ciddi bir kesinti olmaması için sosyal yardımların veya emekli maaşlarının önden ödenmesi Özel indirim kısıtlarının gevşetilmesi	Sosyal eşitsizliklere yönelik yeniden dağıtım politikalarının iyileştirilmesi Düşük ücretli işçileri kaybeden ve bir daha bu işleri bulması zor olan insanlar için katıcı bir asgari gelir ödenęi gerekebilir Kriz sonrası istihdamı teşvik etmek için aktif işğücü politikaları Belirli sektörleri hedeflemek ve doğrudan tüketimi desteklemek için kuponlar/kameler: örneğin, kültürel harcamalar ve gıda kuponları gibi Tüketim vergisi indirimleri (3. aşama) Temel sektörlerde carlarırların ücretlerinde artışa gidilmesi (sağlık, perakende, ulaşımlar) Konut sektöründe satın alma kuralının gevşetilmesi (Çin 2016, şu anda bu önlemler aşaması için henüz radarıda değil)
	İşletmeler	Ücret ilavesi: ücretsiz izne carlanlar carlarırlara tazminat Maliyet telifsi: - Şirketlere ve serbest meslek sahiplerine uygulanan vergilerin ertelenmesi - Devlet ve yerel makamların ihale sözleşmelerinde geciken ödeme ücretlerinin kaldırılması - Karantina dönemine ait; su, gaz veya elektrik faturalarının ve kira ödemelerinin ertelenmesi - Şirketler için kira ödemelerinin iptali ve mali yıl sonunda mülk sahiplerine vergi indirimi sağlanması Özkaynak katılımı: Olağanıüstü güçlüklerle carlarırların bazı firmalara geçici devlet katılımı veya devlet mülkiyetinde artışa gitme Nakit transferi: Devlet garantili kredilerden yararlanamayan şirketler için doğrudan nakit avanslar Acil durumlara mücadele için gelişmiş araçlar: Dijital finans platformları yoluyla hızlı fon dağıtımı (örneğin acil krediler için) Krizi yönetmek için ulusal ve bölgesel yetkililerin birlikte eyleme geçmesi: bölgesel kamu bankalarının yardımıyla	Hala etkilenen/stratejik sektörlerde yaşam çiręisi desteğinin devamı: turizm sektörüne likidite desteği sağlayan kredi hatları, turizm + toğmacılık sektörleri için vergi tahsilatının ötelenmesi, işveren sosyal katılmalarının iptali olabilir. Geçmiş satışlara dayalı doğrudan sübvansiyonlar (vergiye dayalı) İhrocat için ticari finansman ve likidite yardımları; covid-19 bağlantılı ürünler üzerindeki ithalat gümrük vergilerinde indirimde gidilmesi Bazı standartların/yönetmeliklerin uygulanmasının geçici olarak askıya alınması/basitleştirilmeye devam edilmesi: hükümet desteğine erişim, iflas prosedürleri İşten carılmaları caydırıcı kılmayla devam ederken olağanıüstü geçici işsizlik koşulları için getirilen geçici önlemlerin kademele olarak kaldırılması Özkaynak katılımı: Olağanıüstü güçlüklerle carlarırların bazı firmalara geçici devlet katılımı veya devlet mülkiyetinde artışa gitme Ticaret ve dağıtım faaliyetlerini yeniden başlatılmak, çünkü satış yerleri olmadan sanayi sektörünün yeniden faaliyete geçmesi zor olacaktır. Kabalıyılı önlemek için yiyecek ve diğer mağazalarda çalışma saatlerinin uzatılması	Zaten kapamk üzere olan tedarik zincirlerinin stresini yayıyan ithalatçı şirketler üzerindeki baskıyı hafifletmek için ithalat tarifelerinin azaltılması Gelişmekte olan ve gelişmekte olan ülkeler için ikili ve çok taraflı borç silinmesi Yeşil politikaları teşvik: karbon fiyatı, karbon vergisi, yeşil araba hurda düzenlemesi Yatırım planları: halk sağlığı (DSÖ'nün desteğini artırma), araştırma ve geliştirme, şirketlerin dijital dönüşümüne yatırım desteklenmesi, altyapı projeleri Stratejik sektörlerin / endüstrilerin tanımlanması ve korunması: örneğin, kilit tıbbi malzeme ve konuyu ekipmanların yeniden stoklanması, yerel üretim kapasitesine yatırım yapılması Yatırım teşvikleri: sermayenin itfa payını hızlandırmak, ulusal üretim vergilerini azaltılmak Aşırı borçlu belediye yerli önlemlerin transfer mekanizmasında darboğaz oluşturmasını önlemek için bir istikrar mekanizmasının getirilmesi (yatırım projeleri, sosyal yardımlar) -> federal yapıdaki ülkeler için önemli
	Finans Sektörü	Bazı finansal işlemlerin (hisse senedi piyasalarını kısıtlamak) veya hisse alımları için şirketlere devlet fonlarının kullanılmasını sınırlanması Kredi kuruluşları tarafından verilen yeni likidite kredileri için devlet garanti mekanizması	Borç-özkaynak-takas planları için (en yüksek derecelendirmeden yararlanılan yüksek kaliteli ihraçlarırlar) devlet fonlarının kullanılması veya oluşturulması veya şirketler için alternatif finansman olanakları sağlanması (mezzanine, dönüşürülebilir tahviller), aşırı borçlu bölgesel hükümetler ve belediye için kurtarma fonları sağlanması (hanehalkı ve şirketlere para aktarılan darboğazların önlenmesi) Bankaların KOBİlere kredi sağlamlarını daha fazla teşvik etmek için kredi sigortası sağlayan şirketler ve araçlarla koordinasyon Finansal sektör odaklı tedbirler: kefalet, yardım, yeniden sermayelendirme veya kamulaştırma	Borç senetleri; kurtarma (bail in/out), yeniden sermayelendirme veya kamulaştırma

# BÖLGESEL GÖRÜNÜMLER

## **ABD’de, karantina önlemlerinin görece kısa sürmesi ve bazuka politikaları Covid-19 şokunun etkisini sınırlayacak.**

Sene sona ermeden; şirketler kesimi ve belediyeler için daha fazla mali canlandırma önlemi gelmesini bekliyoruz. Diğer yandan, açıklanan 2 trilyon dolarlık altyapı harcaması programının durumu daha muallak. Covid-19 şokunun işgücü piyasasına etkileri hemen hissedildi: Mart ayının son iki haftası ve Nisan ayının ilk iki haftasında yapılan ilk işsizlik tazminatı başvuruları 22 milyon kişilik tarihi bir seviyeye sıçradı. Bu durum, büyük ihtimalle sene sona ermeden işsizlik oranının %4,4’ten %13,5’e yükselmesine neden olacak. Bu tür bir şok büyümede de belirgin bir gerilemeye neden olacak. 2019 yılı son çeyreğinde yıllık %2,5 olan büyümenin 2020 yılı 2.Ç.’nde yıllık -%8,6 olmasını bekliyoruz. Bu şartlar altında 2019 yılında yıllık %2,3 büyüyen ABD ekonomisi GSYH’si 2020 yılında %2,7 küçülecektir. Bu da, önceden 2020 yılı için yıllık %0,5 olan büyüme tahminimizde aşağı yönde ciddi bir revizyon anlamına geliyor. Duyarlılık analizimiz, karantina önlemlerinin bir aydan iki aya çıkmasının (ABD’de sosyal mesafe kurallarına uyulmasının) büyümede ciddi bir düşüş (yaklaşık yıllık -%2) yaratacağını tahmin etmemiz için yeterli oldu. Şimdi, iki aylık sosyal mesafe önlemleri ve karantinadan çıkışın ötelenmesiyle, ABD’nin Covid-19 krizinden önceki “olağan” ekonomik faaliyet seviyelerine dönmeyişinin ancak 2020 yılı son çeyreğinin ortalarında veya 2021 yılının başında olacağını öngörüyoruz. Bu senaryonun, krizden önce %1,1 seviyesinde olan sınıai kredilerin temerrüt oranını sene sonunda %6,5’e taşıması yani bu oranda önemli bir artış yaratması muhtemel. Bu da, iflaslarda beklenen

artış oranının yıllık %25 olmasına eşdeğer (önceki tahminimizde bu oran yıllık %7’ydi). Tüm bu artan ekonomik zorlukların ortasında ABD hükümeti PP Programında (Ücret Koruma Programı) hızla genişlemeye gitti ama ek finansman aynı hızla tükendiği için 484 milyar dolarlık ek bir finansman daha kongrenin onayına sunuldu. CARES programının (Coronavirus Yardım, Destek ve Ekonomik Güvenlik programı, 2.3 trilyon dolar) tamamlaması için önümüzdeki haftalarda, özellikle de eyaletler ve büyük belediyelere yönelik yeni canlandırma önlemlerinin duyurulmasını bekliyoruz. Daha sonra, belirli bir gecikme ve daha düşük olasılıkla da olsa, 2 trilyon dolarlık büyük bir altyapı paketi de açıklanabilir ama bu paket üzerinde henüz tam bir uzlaşma sağlanmadı (şimdilik bu paketi senaryomuzda katmıyoruz). Yıl sonundan ve potansiyel bir altyapı programından önce 500 milyar dolarlık ek canlandırıcı önlemlerin açıklanmasını bekliyoruz.

## **Euro Bölgesi ekonomisinin kriz öncesi haline dönmesi bir yılı bulacak.**

İspanya, İtalya, Fransa ve İngiltere gibi karantina önlemlerinin çok sıkı olduğu ülkelerde yurtiçi şokun boyutu %30 ila %40’ı buluyor. İki aylık karantina süresi ve bu süreçten çok kademeli olarak çıkılması Avrupa ekonomisini İkinci Dünya Savaşı’ndan beri görülen en keskin resesyona itekleyecek. 2020 yılının ilk yarısında GSYH’nin çok güçlü bir daralma sergilemesini bekliyoruz (ülkeden ülkeye değişmekle beraber ilk çeyrekte çeyreklik bazda -%4 ila -%8 ve 2.Ç.’te -%10 ila -%20 arası küçülme). Mayıs ayının başlarından itibaren birçok ülkede karantina önlemlerinin kademeli olarak gevşetilmesi, 2020 yılının ikinci yarısında belirgin -ama büyük oranda teknik- bir GSYH artışına

sebeplenecek. Açıklanan karantinadan çıkış planlarında kontrol önlemlerine<sup>4</sup> – salgının yeniden artışa geçme riskini minimize etmek için- aylar boyunca devam edileceği görülüyor (bknz. Exiting the lockdowns – A tale of four stories). Karantinadan çıkış öncelikle sadece yerel çapta gerçekleşecek. Sonuç olarak, AB ortak pazarının 2021 yılı başlarına kadar sınır kısıtlamalarından dolayı tek pazar gibi işleyemeyeceğini görüyoruz. Diğer yandan, AB dışı sınırlar – özellikle salgını kontrol etmekte çok başarılı olmayan veya sürü bağışıklığı stratejisi izleyen ülkelere- 2021 yılında bir aşının dağıtımını başlamadan öncesine kadar kapalı kalabilir. Bu nedenle, Euro Bölgesi GSYH’sinin Covid-19 öncesi seviyelerine ulaşması 2021 yılının başlarını bulabilir. Diğer yandan, bazı ülkelerin, özellikle, hizmet sektörleri ve turizmin GSYH’sinde yüksek paya sahip olduğu ülkelerin, toparlanma süreci 2021 yılının ortalarını bulabilir çünkü söz konusu sektörler krizden daha uzun vadeli tahribatla çıkacaktır. Ekonomik toparlanmayı başlatmak için uygulamaya konacak daha fazla canlandırma önlemine rağmen Avrupa ekonomileri, 2020 yılında; yaklaşık %9’la (Fransa, Almanya, İngiltere) %10 (İtalya, İspanya) arası küçülecek görünüyor. Altyapı harcamalarında elektrikli otomobil hurdaya çıkarma programlarına ve kurumsal yatırım teşviklerine krizden çıkış döneminde ek mali destekler gelmesini bekliyoruz. Şu anda GSYH’nin %2’sine tekabül eden mevcut destek paketlerinin iki katına çıkarılmasının GSYH büyümesini 1 yüzde puan arttırabilir. 2021 yılındaki %8,7’lik dinamik büyüme oranı tahminimiz herşeyin normale dönmeyişini sağlayacak bir aşu veya etkili bir tedavinin bulunmuş olması varsayımına dayanıyor.

<sup>4</sup>Süpermarketlerde ve toplu taşıma araçlarında zorunlu yüz maskesi kullanımı, etkinliklere yönelik yasakların en az Haziran sonuna kadar uzatılması ve enfekte olmuş kişilerin izole edilmesi, şüphelenilen vakaların test edilmesi ve enfeksiyonların izlenmesini içeren hedefe yönelik sınırlama önlemleri

**Çin** için 2020'de önce %4 olan büyüme tahminimizi aşağı yönde revize ederek %1,8'e çekti (2019 yılında büyüme %6,1'di). Son Covid-19 haberlerinin etkilerini yurtiçi ve yurtdışı olmak üzere irdeledik: Ülkede salgının ikincil dalgalarının görülme riski ekonomik faaliyetlerin canlanmasını yavaşlatıyor ve yurtiçi talebi öteliyor. Diğer yandan ülkenin ticari ortaklarının salgını kısıtlamak için aldığı karantina önlemleri de dış talep üzerinde baskı yaratıyor. Yüksek frekanslı veriler (sık yayınlanan) üretimin hâlâ olağan seviyelerin %15 ila %20 altında olduğuna işaret ediyor (tüketim bakımından daha da altında). Bu da, ekonomik faaliyetlerin eski haline dönmelerine beklediğimizden daha yavaş olduğunu gösteriyor (Mart ayının başında yaptığımız tahminlere göre). Faaliyetlerin olağan haline dönmelerinin artık Haziran ayını bulmasını bekliyoruz. Özellikle mali yönlü olacak destekleyici politika önlemleriyle Çin ekonomisinde yılın ikinci yarısında toparlanma daha belirgin olacaktır. Destekleyici mali önlemlerinin toplam maliyetinin 2020 yılında GSYH'nin %6,5'ine ulaşmasını öngörüyoruz (geçen sene için bu oran %3,3'tü). Mali canlandırma önlemleri çoğunlukla; kamu yatırımları (altyapı, sağlık, yeşil politika projeleri, teknoloji ve diğer projelerde) ve kurumlar vergisiyle ve ücretlerindeki indirimlerinden oluşuyor. Para politikası ayağında, merkez bankası başta KOBİ'ler odağında olmak üzere nominal GSYH'nin %2,8'i kadar likidite enjeksiyonuna gitti. Buna ek olarak en az GSYH'nin %1'i kadar daha enjeksiyon bekliyoruz. Ana kredi oranının 20 baz puan daha indirilmesinden sonra (sene başındaki 20 baz puanlık indirim ek olarak) kredi koşulları da daha fazla gevşetilebilir.

**Gelişmekte olan ülkeler için henüz en kötüsü geride kalmadı.** Gelişmekte olan ülkelerde de ekonomik faaliyetler; yurtiçi ve yurtdışı karantina önlemleri, tedarik zincirlerindeki aksaklıklar ve genel olarak küresel ticaret hacmindeki dramatik düşüş nedeniyle durma noktasına geldi. Bu nedenle, Gelişmekte

Olan Ülkeler (GoÜ) için büyüme tahminlerimizde aşağı yönde revizelere gittik ve artık, GoÜ ortalama GSYH'sinin 2020 yılında %0,1 küçüleceğini öngörüyoruz. Bu, söz konusu istatistikleri oluşturmaya başladığımızdan beri GoÜ çıktılarında gördüğümüz en kötü düşüş ki 2008-2009 Küresel Finansal Kriz döneminde bile bu bölge ortalama %0,8 büyüme kaydetmişti. Söz konusu tahminimizde; Başlıca gelişmekte olan ülkelerde karantina önlemlerinin iki ay tam teşekküllü devam edeceğini ve daha sonra kademeli olarak kaldırılacağını, ekonomik faaliyetlerin Covid-19 öncesi olağan haline ise anca 2021 yılı başlarında döneceğini varsaydık. 2021 yılında ortalama GSYH büyümesinin %5,9 olacağını öngörüyoruz. Ancak, küresel şokla ilişkili riskler belirgin bir şekilde aşağı yönde eğilim gösteriyor. En önemlisi, gelişmekte olan ülkelerin bu salgınla mücadele etme kapasiteleri çoğunlukla sınırlı ve eşit değil. Kapasite ne kadar düşük ise karantina önlemlerinin süresi de o kadar uzayabilir. Bu bakımdan; Nijerya, Güney Afrika, Ukrayna, Arjantin, Romanya ve Hindistan'ı en savunmasız ülkeler olduğunu görüyoruz. Ayrıca, Mart ayından beri GoÜ'ler rekor derecede sermaye çıkışı yaşadı ve bu da, söz konusu ülke grubu içinde en zayıf olanların yerel para birimlerinde değer kaybı yaşanmasına ve likidite sıkıntılarının neden oldu. Bu likidite krizlerinin borç krizlerine dönüşmesi durumunda; derecelendirme notu düşüşleri ve bunu takiben ülke ve şirket bazında temerrüde düşme riski en yüksek olan başlıca gelişmekte olan ülkeler; Arjantin, Türkiye, Güney Afrika, Angola, Meksika, Şili, Ekvador, Pakistan, Endonezya, Malezya, Romanya ve Macaristan olacak.

**Asya-Pasifik** bölgesinde 2020 yılında toplam ortalama büyümenin artık -%0,6 olacağını öngörüyoruz. Bu da, Covid-19 şokunun Asya mali krizinden daha büyük olacağı anlamına geliyor (1998'deki krizde büyüme +%0,1'di). Karantina önlemlerinin başlaması ve/veya uzatılması nedeniyle bölgenin

tüm ana ekonomileri ilk yarıda teknik bir durgunluk yaşayacak (Çin ve Hindistan dışında). Honk Kong, Singapur, Tayland, Malezya ve Japonya da dahil (yenilenen) Covid-19 salgınları yaşayan ve küresel ticaret ve turizme daha fazla bağımlı olan ekonomiler büyük ihtimalle durumdan en sert şekilde etkilenecek. Avustralya ve Yeni Zelanda için de tahminlerimizi tekrar önemli ölçüde düşürdük çünkü bu ülkeler kış aylarına giriyor ve salgının yayılma hızına dair umut verici aşağı yönlü bir eğilim olsa da bu ülkelerde karantina önlemlerinin kaldırılması hızlı olmayabilir. 2021 yılına bakacak olursak, Asya-Pasifik bölgesinde GSYH'nin %6,5 artmasıyla toparlanmanın gerçekleşmesini bekliyoruz. Küresel krizin uzadığı aşağı yönlü senaryomuzda ise 2020 ve 2021 yıllarında bölgenin ortalama GSYH'si sırasıyla %9,8 ve %0,1 küçülebilir.

**Doğu Avrupa'da,** GSYH'nin 2020 yılında %3,9 küçülmesini ve 2021 yılında yeniden artışa giderek %6,2 olmasını bekliyoruz. Covid-19 krizinden en çok etkilenecek ülkeler; açık ve turizme bağımlı ekonomiler olacak (örneğin Çekya, Slovakya, Hırvatistan). Romanya, Rusya ve Türkiye nispeten daha zayıf sağlık sistemlerine sahip olduğu için karantina önlemleri bu ülkelerde potansiyel olarak daha uzun sürebilir. Rusya (2020'de -%2,5) aynı zamanda petrol fiyatlarındaki keskin düşüşle de karşı karşıya, ancak şu anda 2019'dan daha fazla petrol üretiyor (bu da paradoksal olarak GSYH büyümesindeki düşüşü hafifletiyor) ve en az bir yıl boyunca şoka dayanacak yeterli mali güce sahip. Türkiye'de GSYH küçülmesinin 2020 yılında -%3,3 ile sınırlı kalmasını bekliyoruz çünkü ülke seneye iyi bir başlangıç yapmıştı. Ancak bu ülke için riskler diğerlerine göre daha yüksek çünkü finans sektörü dışındaki şirketlerin önümüzdeki 12 ay içinde ödemesi gelen çok büyük dış borçları var ve bunların ödenememe ihtimali de yüksek.

**Latin Amerika'da** resesyondan kaçış imkânsız ve ne yazık ki bu resesyon üçlü bir şok nedeniyle rekor derecede kötü bir resesyon olabilir. Bu şoklar; Çin'le ticaret ve emtia fiyatları şoku, petrol fiyatları şoku ve daha da güçlü bir şok olan ve neredeyse tüm ülkeleri kapsayan karantina önlemlerinin şoku. 2020 yılında temel senaryomuz olan U şeklinde toparlanma senaryomuzda bölge GSYH'sinin %4,1 küçülmesini bekliyoruz. Krizin uzadığı senaryomuzda ise bu daralma %8'e kadar çıkabilir. Para politikalarının gevşetilmesi bir tampon etkisi yaratacak olsa da resesyonun önüne geçemeyecek. Mali imkanları yeterli olan çok az ülke (Şili, Peru, ve daha az oranda Meksika) var bu nedenle çoğu ülke acil IMF borçlarına başvurmak zorunda kalacak. En fazla risk altında olan ülkeler; petrol

ihracatçıları, turistik destinasyonlar ve düşük gelirli Orta Amerika ülkeleri. Siyasi baskıların ve kayıtdışı işgücünün karantina önlemlerini zora soktuğu Meksika ve Brezilya'da politika hataları riski yüksek.

**Orta Doğu** Covid-19 ve petrol fiyatlarındaki keskin düşüşün ikiz şokunu yaşıyor. Sonuç olarak, 2020 yılında bölge GSYH'sinin temel senaryomuzda (U şeklinde toparlanma) %5,1 daralmasını ve 2021 yılında da kısmen toparlanarak %2,2 artmasını bekliyoruz. Aşağı yönlü uzayan kriz senaryomuzda ise 2020 yılında GSYH %11,6 2021 yılında ise %1,3 daralıyor.

**Afrika** Covid-19 salgınından esas olarak; emtia fiyatlarındaki (petrol, kakao, metaller ve mineraller) keskin

düşüş ve Çin ve Avrupa ile ticaretin yavaşlaması nedeniyle etkilendi. Petrol fiyatlarındaki düşüşün en kötü hissedileceği ekonomiler; Nijerya, Güney Afrika, Angola, Gabon, Gana ve Kongo olacaktır. Turizm faaliyetinin bozulması ve yurtdışındaki işçilerin ülkeye yolladığı dövizlerdeki düşüş; Mısır, Tunus, Fas ve Etiyopya'da dış sektörü baskı altına sokabilir. 2020 yılında bölgenin resesyona girmesini (-%1,6) ve 2021'de hafif büyüme sergilemesini (+%3,6) bekliyoruz.



# EKİBİMİZ

## Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran  
Chief Economist  
ludovic.subran@allianz.com

### Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti  
alexis.garatti@eulerhermes.com

### Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon  
eric.barthalon@allianz.com

### Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Macroeconomic Research



Ana Boata  
Head of Macroeconomic  
Research  
ana.boata@eulerhermes.com



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



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



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



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



Georges Dib  
Economist for Latin America, Spain,  
Portugal and Trade  
georges.dib@eulerhermes.com



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

## Capital Markets Research



Jordi Basco Carrera  
Fixed Income Strategist  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



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



Lina Manthey  
Equities Strategist  
lina.manthey@allianz.com



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



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



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

## Sector Research



Maxime Lemerle  
Head of Sector Research  
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Catharina Hillenbrand-Saponar  
Sector Advisor for Energy, Metals, Machinery and  
Equipment  
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



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



Aurélien Duthoit  
Sector Advisor for Retail, Technology and Household  
Equipment  
aurelien.duthoit@eulerhermes.com

# SON YAYINLAR

22/04/2020	<a href="#">Europe should unlock excess savings from Covid-19 response</a>
17/04/2020	<a href="#">Fed bazooka: A long shot</a>
17/04/2020	<a href="#">China: In search of lost demand</a>
16/04/2020	<a href="#">Exiting the lockdowns: A tale of four stories</a>
09/04/2020	<a href="#">Covid-19 to increase U.S. delinquency rate by 6.5% and insolvencies by 25% in 2020</a>
09/04/2020	<a href="#">Oil: The floods</a>
02/04/2020	<a href="#">Emerging markets: How to fight Covid-19 without "whatever it takes"</a>
31/03/2020	<a href="#">Germany: The calm before the labor market storm</a>
26/03/2020	<a href="#">Covid-19 crisis in Europe to put 13,000 corporates at risk</a>
23/03/2020	<a href="#">Covid-19: Quarantined economics</a>
23/03/2020	<a href="#">The Fed goes unlimited. Really?</a>
19/03/2020	<a href="#">ECB: From 'whatever it takes' to 'bring it on'</a>
11/03/2020	<a href="#">Covid-19: A timid "whatever it takes" from policy makers across Europe</a>
10/03/2020	<a href="#">Covid-19: After a lost quarter, 75% of the Chinese economy is back</a>
09/03/2020	<a href="#">Low for longer oil prices: Who is at risk?</a>
05/03/2020	<a href="#">Quarantined trade: Covid-19 to cost USD320bn of trade losses every quarter</a>
04/03/2020	<a href="#">U.S. primary elections: Super Tuesday, and the winner is... public debt in America</a>
03/03/2020	<a href="#">Federal Reserve: Tylenol monetary policy</a>
27/02/2020	<a href="#">U.S.: Housing to remain strong, confirming an internal/external divide</a>
20/02/2020	<a href="#">Agrifood: New risks looming ahead</a>

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



## **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 Grubunun 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.