

# GELİŞMEKTE OLAN AVRUPA ÜLKELERİNDE AŞAĞI YÖNLÜ RİSK AĞIR BASIYOR

16 Kasım 2020

MANFRED STAMER

Kıdemli Ekonomist

Gelişmekte olan Avrupa ve Orta Doğu Ülkeleri

[manfred.stamer@eulerhermes.com](mailto:manfred.stamer@eulerhermes.com)

**Gelişmekte olan Avrupa bölgesinde, ekonomik faaliyetler 2020'nin 3. çeyreğinde belirgin şekilde toparlanmış olsa da yeni sağlık önlemleri bölgeyi 4. çeyrekte çift dipli bir resesyona sürükleyecek.** Bölgesel GSYH'nin yüzde 70'ini oluşturan dokuz ekonomi için mevcut verilere dayanarak, 3.Ç. GSYH'sinin çeyreklik bazda yüzde 6,3 oranında arttığını tahmin ediyoruz. Ülke bazında en güçlü GSYH artışları ise Slovakya ile Macaristan'da gerçekleşti. Slovakya'de GSYH ikinci çeyrekteki yüzde 8,3'lük daralmanın ardından üçüncü çeyrekte yüzde 11,7 arttı. Macaristan'da ise ikinci çeyrekte GSYH'de yaşanan 14,6'luk daralmanın ardından üçüncü çeyrekte yüzde 11,3'lük artış yaşandı. Bu, Mayıs-Haziran aylarında karantina önlemlerinin önemli ölçüde hafifletilmesinin yanı sıra tedarik zincirlerinin yeniden kurulması ve kötü durumdaki otomotiv sektöründeki toparlanmanın ardından geldi. Ancak, çok güçlü bir ikinci Covid-19 dalgasıyla beraber, Orta ve Doğu Avrupa'daki 11 AB üye ülkesi (CEE-EU-11), değişen sıklık seviyelerindeki yeni karantina önlemlerini uygulamak zorunda kaldı. (yedi günlük vaka sayısı, sıklık endeksi ve ülke başına test ölççeği hakkında ayrıntılar için bkz. Ek Şekil 2).

**Bu ikinci dalga karantina önlemlerinin ekonomiye olan kısa vadeli maliyetinin ise bölgenin Mart-Mayıs aylarında yaşadığı sarsıntının yüzde 30-50'si kadar olması bekleniyor.** Bunun nedeni, yeni önlemlerin daha çok "Covid-19'a karşı savunmasız" olan hizmet sektörüne (yurt içi ticaret, ulaşım, oteller ve restoranlar, eğitim, sosyal hizmet, eğlence ve spor faaliyetleri vb.) yönelik ve bazı ülkelerde daha az kısıtlayıcı olması. Sanayi sektörleri, inşaat ve tarım bu sefer bu önlemlerden pek etkilenmeyecek. Ayrıca, baharda yaşanan endüstriyel durgunluğu şiddetlendiren Asya kaynaklı tedarik zinciri aksaklıkları da daha sınırlı olacak<sup>1</sup>. Ancak, (i) etkilenen hizmet sektörlerinin büyüklüğü<sup>2</sup>; (ii) önlemlerin sıklığını ve uzunluğunu etkileyen sağlık durumu<sup>3</sup>; (iii) dış ticaret yapısı ve (iv) acil ekonomik politikaların uygulanabilme imkânı gibi nedenlerden ötürü bölge ülkelerine etkileri farklı olabilecektir.

**Sonuç olarak, bölgesel GSYH'nin son çeyrekte, yaklaşık yüzde 4,4 oranında küçülmesini ve 2020 yılının tamamındaki daralmanın yüzde 5 olmasını öngörüyoruz.** Eylül ayındaki yüzde 5,4 olan daralma tahminimizin yukarı yönlü bu revizyonu, üçüncü çeyrekte beklenenden önemli ölçüde daha iyi olan büyüme ile açıklanabilir. Beklentilerden daha iyi gelen büyüme performansı kısa vadede son çeyrekte beklenen daralmayı da fazlasıyla telafi edecektir (bkz. Şekil 1).

<sup>1</sup>Büyük Batı Euro Bölgesi ekonomilerindeki benzer bir gelişme için bkz: [Delayed but not derailed: The Eurozone recovery after 'lockdown-light'](#)

<sup>2</sup>Ek Şekil 3'te, Letonya hariç tüm Gelişmekte Olan Avrupa ülkelerinde hizmet sektörlerinin ortalamadan daha küçük olduğu görülüyor. Bu da, Doğu'daki ekonomilerin ikinci ölem dalgasında Batı'dakilere göre biraz daha az etkilenebileceği anlamına geliyor.

<sup>3</sup>Ek, Şekil 4, 2020 Kasım ortası itibarıyla Çekya, Polonya ve Slovenya'da sağlık durumunun nispeten şiddetli olduğunu göstermektedir. Böylece bu ülkelerin "eğriyi yeterince düzleştirmek" için 4. çeyrekte diğerlerine göre daha uzun bir karantina önlemleri dönemine ihtiyacı olabilir. Üstelik, Macaristan, Hırvatistan ve Bulgaristan'ın da şu anda uygulamalarından daha sıkı karantina önlemlerini uygulamaya sokmaları gerekebilir; aksi takdirde sağlık durumları daha da kötüleşebilir.

**Asıl kötü olan haber şu ki; Gelişmekte Olan Avrupa bölgesinin 2021 yılı toparlanma görünümü kötüleşti. Bölgenin tamamı için 2021 yılı yıllık büyüme tahminimizi aşağıya çekiyor ve yüzde 2,8 olarak revize ediyoruz.** Bunun öncelikli nedeni, 2020'nin son çeyreğindeki daralmanın 2021 yılına sarkacak olması. Diğer bir nedeni ise 2020 yazında karantina önlemlerinin kaldırılması sırasında yapılan hatalardan kaçınmak için hükümetlerin önlemleri aşamalı olarak kaldırmayı tercih edecek olması. Bunu üçüncü bir karantina önlemleri dalgası ve üçlü dip durgunluktan kaçınmak için tercih edeceklerini düşünüyoruz. Dahası, 2020'nin ilk sekiz ayında bölgeye DYY girişlerinde keskin bir düşüş yaşandı. Bu sadece 2020'deki büyümeyi değil aynı zamanda orta vadeli perspektifleri de etkileyecektir (bkz. Şekil 5). Ayrıca, faiz oranlarının bölge genelinde rekor seviyelerde düşük olması da para politikası serbestisini büyük ölçüde kısıtlıyor. Bazı ülkeler 2020 yılında Parasal Genişleme tarzı politikalar uyguladılar, ancak bu politikalar 2021 yılında çok daha dikkatli bir şekilde sürdürülmeli. Çünkü borç sürdürülebilirliği ve enflasyon risklerine dair risklerin artması orta vadeli büyüme görünümünü olumsuz etkileyebilir<sup>4</sup>.

**Mali canlandırma önlemleri bakımından da görünüm bölge genelinde ülkeden ülkeye değişiyor. Mali Teşvik Serbestisi Puanımız<sup>5</sup>;** Rusya, Bulgaristan, Slovakya ve üç Baltık devletinin genişlemeci mali politikalar için hala önemli bir hareket alanına sahip olduğunu gösteriyor. Bununla birlikte, devam eden Batı yaptırımları nedeniyle Rusya rezervlerini korumaya gidecek ve mevcut ılımlı teşvik politikasını sürdürecektir. Mümkün olan en kısa zamanda Euro para birimine geçmeyi planlayan Bulgaristan da muhafazakâr bir maliye politikası izlemeye devam edecektir<sup>6</sup>. Çekya, Slovenya ve Romanya'nın mali politika serbestisi orta düzeyde seyrederken, Macaristan, Hırvatistan, Polonya ve Türkiye'nin ise 2021 yılında mali manevra için daha az hareket alanı kaldı. (bkz. Şekil 6).



**2021 risk dengesinde kefenin aşağıya doğru bastığını tahmin ediyoruz.** Tedarik zincirlerinin potansiyel olarak yeniden yapılandırılması ve nihai malların üretiminin Asya'dan (özellikle Çin'den) Orta ve Doğu Avrupa'ya kayması yukarı yönlü küçük bir risk olarak karşımıza çıkıyor. Nitekim, üretim kanallarının yeniden konumlandırılması genellikle uzun zaman aldığı için bunun 2021 yılında hemen gerçekleşme olasılığı düşük. Aşağı yönlü riskler çok daha büyük ve sağlıktaki gelişimin belirsizliği kilit önemde. Mevcut karantina önlemleri beklenenden daha uzun sürerse veya 2021 yılında bölgede Covid-19 vakalarının üçüncü dalgası meydana gelir de üçüncü bir önlem dönemi gerçekleşirse tüketici ve yatırımcı güveni darbe alacaktır.

**Türkiye için aşağı yönde risk oluşturan diğer bir etken de ekonomi politikaları.** Türkiye para politikasını uzun süredir gevşek tutuyor. Hazine ve Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası Başkanlığı görevleri arasında yaşanan değişikliğin kısa vadede ekonomik politikaları kalıcı olarak nasıl şekillendireceğini beklemiyoruz. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu'nun 19 Kasım'da faizlerde yaptığı X puanlık artışın beklenmeyen değişimlere neden olmasını da beklemiyoruz. TL döviz kuru stabilize olur olmaz ve enflasyon doğurucu baskılar birkaç ay boyunca rahatlar rahatlamaz, Merkez Bankası'nın bir önceki şiddetli kur krizinden sonra yaptığı gibi, çok erken bir parasal gevşeme döngüsüne girmesini bekliyoruz. Jeopolitik gelişmeler de finansal piyasalarda çalkantıları devam ettirebilir.

<sup>4</sup>Bu konuyla ilgili ayrıntılı bir analiz için yayınımıza bakın: "Quantitative Easing in emerging markets: Playing with fire?"

<sup>5</sup>Mali Teşvik Serbestisi Puanını, seçili Gelişmekte olan Piyasalar genelinde beş göstergeden türetiliyoruz: Covid-19 karşısında isteğe bağlı mali politika yanıtı (GSYH'nin %'si), 2020 bütçe açığında tahmini değişim (GSYH'nin %'si), 2020 toplam kamu borcu tahmini (GSYH'nin yüzdesi), 2015-2019'da kamu borcunun GSYH'ye oranı 1 = en iyiden 5 = en kötüye) ve uzun vadeli devlet tahvil getirisi (%).

<sup>6</sup>Hırvatistan ile birlikte Bulgaristan, Temmuz 2020'de Euro'nun nihai kabulü için "bekleme odası" olan ERM-II'ye kabul edildi ve en erken 2023'te Euro Bölgesi'ne katılabilir.

**Kolaylığı (RRF), Polonya ve Macaristan'da gerçekleştirebilecek politika hataları için orta vadede esneklik sağlıyor.** Artık sadece tüm AB hükümetleri ve Avrupa Parlamentosu tarafından resmi olarak onaylanması beklenen anlaşma, AB fonlarına erişimi hukukun üstünlüğüne saygı ile ilişkilendirdiği için gerilime neden olacak. Çünkü, mahkemelerin ve medyanın bağımsızlığını zedeledikleri için AB incelemesi altında olan Polonya ve Macaristan. "fonlara erişim için hukukun üstünlüğüne saygı" şartına şiddetle karşı çıkıyor. Her iki ülke de AB bütçesini veto etme tehdidinde bulundu. Böyle bir veto, tüm AB üye ülkeleri için fona erişimi imkânsız kılabilir ve bu da her ikisi de AB mali desteğinden net yararlanmaya devam edecek olan Macaristan ve Polonya da dahil olmak üzere tüm ODA-AB-11 bölgesinin ekonomik görünümünü zayıflatabilir. AB'nin böyle bir vetoyu aşması zor görüldüğünden, bütçe konusunda anlaşmaya varabilmek için "hukukun üstünlüğüne saygı" şartının gevşetilmesi muhtemel. Bununla birlikte, Avrupa Parlamentosu'nun tamamen teslim olmayacağına dair bir risk de mevcut. Bu da AB yasalarına uymadıkları sürece Polonya ve Macaristan'ı kendileri için finansmanı azaltabilecek uzlaşmacı bir çözüme zorlayabilir. Nispeten düşük ihtimalli bu senaryonun gerçekleşmesi durumunda, bu olay iki ülke için de bir politika hatası olarak değerlendirilecektir. Çünkü böyle bir sonuç her iki ülkenin de gelecekteki potansiyel büyümelerini baskılayacaktır. Bunun sonuçları ise çoğunlukla 2021 sonrasında hissedilecektir çünkü AB fonlarının 2021 yılının ikinci yarısından önce serbest bırakılması beklenmiyor.

## EK

Şekil 1 - 4.Ç. karantina önlemlerinin beklenen maliyeti ve reel GSYH büyüme tahminleri (önceki döneme göre% olarak)

	4. Ç. Karantina önlemlerinin maliyeti (2.Ç. maliyetlerinin %'si olarak)	2020 3.Ç.	2020 4.Ç.	2020	3.Ç. tahmininden revizyon (yp)	2021 1.Ç.	2021 2.Ç.	2021 3.Ç.	2021 4.Ç.	2021	3.Ç. tahmininden revizyon (yp)
<b>Gelişmekte olan Avrupa</b>	<b>46%</b>	<b>6.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>-5.0</b>	<b>0.4</b>	<b>2.1</b>	<b>3.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>2.8</b>	<b>-1.0</b>
Rusya	50%	5.2	-4.0	-4.5	0.6	1.8	2.7	1.4	1.1	2.2	-0.7
Türkiye	42%	5.8	-4.9	-4.9	-0.2	2.4	3.6	1.9	1.5	2.5	-1.5
<b>ODA-AB-11</b>	<b>45%</b>	<b>7.5</b>	<b>-4.7</b>	<b>-5.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>	<b>3.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>3.4</b>	<b>-1.1</b>
Polonya	47%	7.7	-4.3	-3.7	0.8	1.9	2.9	1.5	1.2	3.2	-1.0
Çekya	33%	6.2	-2.9	-7.0	0.2	1.8	3.5	1.4	1.1	3.8	-1.5
Romanya	51%	5.6	-6.8	-6.8	-0.4	3.4	5.1	2.7	2.0	3.0	-1.2
Macaristan	47%	11.3	-7.1	-7.1	0.7	3.2	4.5	2.6	1.9	4.0	-1.1
Slovakya	38%	11.7	-3.1	-6.0	2.2	1.4	2.1	1.1	0.8	4.7	-1.1
Hırvatistan	49%	11.0	-7.4	-8.3	0.7	3.3	5.0	2.7	2.0	4.3	-0.9
Bulgaristan	47%	4.3	-5.0	-5.5	-0.5	2.5	4.2	2.0	1.5	2.5	-1.6
Slovenya	47%	8.0	-4.5	-8.4	0.2	2.7	4.0	2.2	1.6	5.1	-0.9
Litvanya	42%	3.7	-2.5	-2.0	0.5	1.1	1.7	0.9	0.7	1.4	-1.2
Letonya	50%	6.6	-3.6	-4.8	2.0	1.6	2.4	1.3	1.0	2.9	-2.1
Estonya	37%	3.5	-2.1	-4.4	-0.3	1.3	2.5	1.0	0.8	2.5	0.0

Şekil 2 - Yedi günlük vaka sayısı, sıklık indeksi ve seçili ülkeler için test sayıları:

	7- Günlük vaka sayısı*		Stringency index		Nüfusun her bir milyonu için yapılan test sayısı
	30 Eylül	Kasım-Ortası	30 Eylül	Kasım-Ortası	
Rusya	37	97	41	45	452,872
Türkiye	13	20	70	68	182,120
Polonya	26	455	19	71	142,544
Çekya	143	621	39	73	245,248
Romanya	58	291	44	55	185,402
Macaristan	62	328	41	41	130,495
Slovakya	53	261	29	75	169,576
Hırvatistan	31	396	29	32	142,132
Bulgaristan	22	322	35	48	117,664
Slovenya	48	451	46	69	201,105
Litvanya	27	330	34	63	418,174
Letonya	13	100	37	50	273,994
Estonya	25	91	22	22	215,497

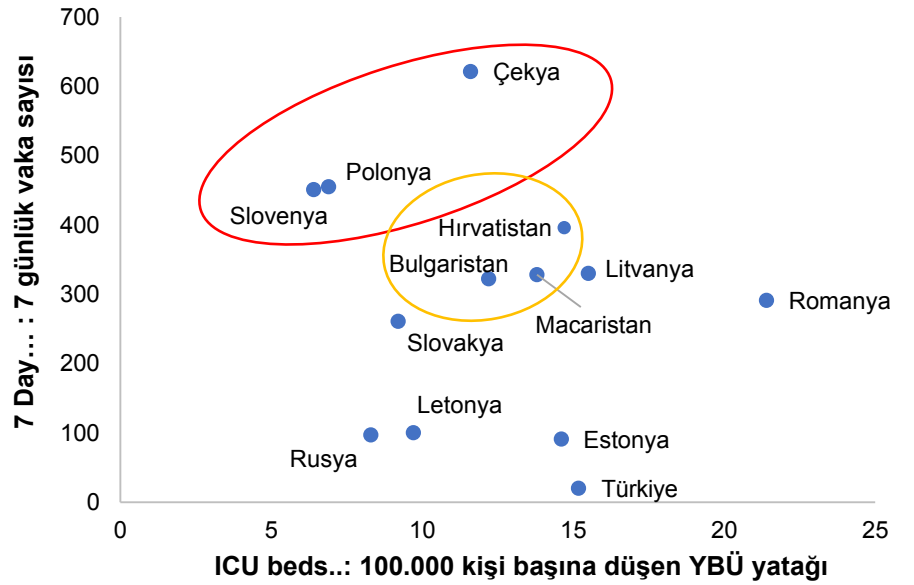
\*Son yedi gün içinde 100.000 kişi başına düşen yeni vaka sayısı

Şekil 3 - Başlıca sektörlerin brüt katma değer içindeki payları

	Tarım	Sanayi	İnşaat	Hizmetler
Türkiye	7.1%	24.2%	6.0%	62.7%
Çekya	2.1%	29.2%	5.6%	63.0%
Romanya	4.5%	24.1%	7.1%	64.3%
Slovenya	2.3%	27.0%	6.0%	64.7%
Slovakya	2.8%	24.5%	7.6%	65.1%
Polonya	2.7%	24.7%	7.2%	65.5%
<b>ODA-AB-11</b>	<b>3.1%</b>	<b>24.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>65.8%</b>
Macaristan	4.0%	23.8%	5.6%	66.6%
Litvanya	3.6%	20.8%	7.3%	68.3%
Almanya	0.8%	24.3%	5.4%	69.5%
Bulgaristan	3.7%	20.6%	4.5%	71.2%
Hırvatistan	3.6%	19.1%	5.7%	71.7%
Estonya	2.9%	19.0%	6.4%	71.8%
<b>AB-27</b>	<b>1.8%</b>	<b>19.7%</b>	<b>5.5%</b>	<b>73.0%</b>
<b>Euro Bölgesi</b>	<b>1.7%</b>	<b>19.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>73.7%</b>
İtalya	2.1%	19.6%	4.3%	74.0%
Letonya	4.3%	14.9%	6.5%	74.4%
İspanya	2.9%	16.1%	6.4%	74.5%
Fransa	1.8%	13.5%	5.8%	78.9%
İngiltere	0.7%	13.4%	6.6%	79.4%

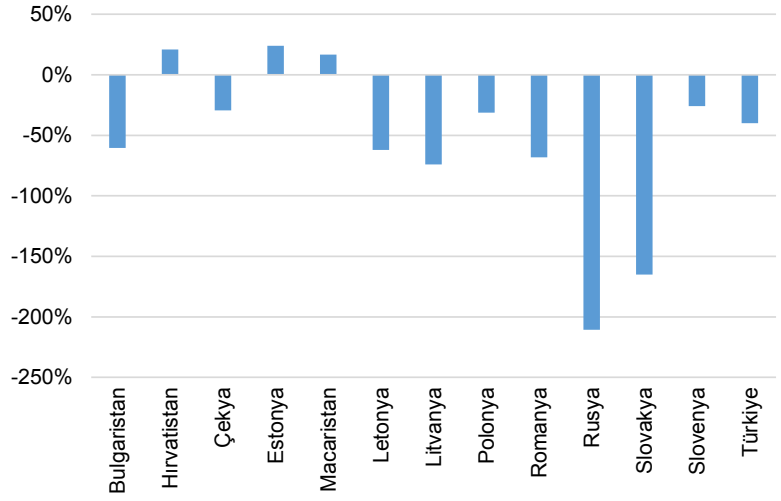
Kaynaklar: Eurostat, Allianz Araştırma

Şekil 4 – Gelişmekte olan Avrupa'da Sağlık Durumu



Kaynaklar: Çeşitli, Allianz Araştırma hesaplamaları

Şekil 5 - Net DYY girişleri (Ocak-Ağustos 2020 dönemi için % yıllık değişim)



Kaynaklar: Macrobond, Allianz Araştırma

Şekil 6 – Mali Teşvik Serbestisi Puanı

Ekonomi	Mali Teşvik Serbestisi Puanı	Covid-19 krize mali yanıtın büyüklüğü (GSYH'ni %'si, Eylül itibarıyla açıklanan)	2020 yılında tahmini bütçe açığı değişimi (GSYH'nin %'si)	2020 yılı için toplam kamu borcu tahmini (GSYH'nin %'si)	2015-2019* dönemi kamu borcu GSYH oranının gidişatı	Uzun Vadeli Devlet Tahvili Getirisi (% olarak mevcut en son aya ait)
Bulgaristan	-1.60	6.7	-3.7	24.0	1	0.85
Rusya	-1.30	3.4	-5.4	18.9	1	6.31
Estonya	-1.27	7.9	-4.8	18.7	1	2.88
Meksika	-0.89	1.1	-3.2	65.5	2	6.21
Nijerya	-0.73	1.5	-2.1	35.0	4	11.76
Güney Kore	-0.64	13.8	-2.2	48.4	2	1.19
Litvanya	-0.64	8.3	-3.7	48.3	3	0.16
Slovakya	-0.64	7.0	-4.6	61.8	2	-0.27
Litvanya	-0.60	11.2	-3.2	44.1	3	-0.20
Suudi Arabistan	-0.57	3.1	-3.9	33.4	5	3.38
Endonezya	-0.33	3.8	-4.5	38.5	4	7.25
Romanya	-0.29	5.4	-6.1	44.8	3	3.49
Slovenya	-0.29	14.6	-2.7	81.0	1	-0.08
Mısır	-0.28	1.7	-0.5	86.6	3	13.82
Çekya	-0.22	19.8	-4.2	39.1	1	0.98
Tayland	-0.20	12.5	-5.0	50.4	2	1.53
BAE	-0.19	2.1	-7.1	36.9	5	0.78
Fas	-0.04	3.3	-4.5	76.9	4	2.62
Macaristan	0.04	8.5	-6.7	77.4	1	2.43
Hırvatistan	0.05	5.2	-7.9	87.7	1	0.79
İsrail	0.05	9.7	-7.0	76.5	1	0.70
Polonya	0.16	11.7	-7.9	60.0	1	1.35
Şili	0.45	10.7	-6.6	32.8	5	2.59
Çin	0.50	5.9	-5.6	61.7	5	4.90
Türkiye	0.67	13.8	-3.2	41.7	4	13.73
Kolombiya	0.91	5.3	-8.6	68.2	4	5.93
Hindistan	0.94	7.0	-5.9	89.3	4	6.45
Güney Afrika	1.73	9.6	-7.3	78.8	5	10.65
Arjantin	2.27	6.0	-3.3	100.0	5	29.89
Brezilya	2.94	18.0	-9.8	101.4	5	6.29

1 = azalan; 2 = kararlı; 3 = yukarı ve aşağı; 4 = yükselen; 5 = hızla yükseliyor

Kaynaklar: Ulusal istatistikler, IMF, Eurostat, IHS Markit, Allianz Araştırma

Bu deęerlendirmeler, her zaman olduğu gibi, ařaęıda verilen sorumluluk reddine tabidir.

### **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 farklılıklar, 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 SORUMLULUęU YOKTUR**

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