

15 Aralık 2023

04

Makroekonomik görünüm:  
Yoğun siyasi ajanda

19

Sermaye piyasaları görünümü:  
Faizler ekonomi politikalarındaki değişiklikler ve  
arz arasında sıkıştı

Allianz Araştırma

# Geçmişe Bakmak İleriye Bakmak

Küresel Ekonomik Görünüm 2023-25



Taylor Swift'ten ilham alan  
tatil playlistimiz

# Yönetici Özeti

## Ludovic Subran

Baş ekonomist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

## Ana Boata

Ekonomik Araştırmalar Başkanı  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

## Pablo Espinosa Uriel

Yatırım Stratejisti  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

## Maxime Darmet

ABD ve Fransa Kıdemli Ekonomisti  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

## Roberta Fortes

Ibero Latam Kıdemli Ekonomisti  
[roberta-fortes@allianz.com](mailto:roberta-fortes@allianz.com)

## Ano Kuanathan

Kurumsal Araştırma Başkanı  
[ano.kuanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuanathan@allianz-trade.com)

## Maria Latorre

Sektör Danışmanı B2B  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

## Maxime Lemerle

Baş Danışman İflas Araştırması  
[maxime.lemerle@allianz.com](mailto:maxime.lemerle@allianz.com)

## Maddalena Martini

İtalya, Yunanistan ve Belçika  
Kıdemli Ekonomisti  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

## Luca Moneta

Afrika ve Orta Doğu Kıdemli Ekonomisti  
[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)

## Björn Griesbach

Kıdemli Yatırım Stratejisti  
[bjorn.griesbach@allianz.com](mailto:bjorn.griesbach@allianz.com)

## Jasmin Gröschl

Avrupa Kıdemli Ekonomisti  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

## Nikhil Sebastian

Ekonomist ve Veri Bilimcisi  
[nikhil.sebastian.ext@allianz-trade.com](mailto:nikhil.sebastian.ext@allianz-trade.com)

## Manfred Stamer

Gelişmekte Olan Avrupa ve  
Orta Doğu Kıdemli Ekonomisti  
[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

Yardımları ile: Samuele Giradelli,  
Alberto Giuriato, Antonin Henriët, Cong-  
wei Wang, Timothy Wraight

Eylül ayındaki son üç aylık ekonomik görünüm raporumuzdan bu yana, büyüme ivmesi zayıflamış olsa da dirençli kalmaya devam ediyor. Dezenflasyon sürüyor ve faiz oranlarında tırmanış beklentilerimize paralel olarak durmaya başladı. Eylül ayındaki raporumuz "Son Tırmanış?"ı temel alarak tahminlerimizi güncelledik ve 2024 yılı için yatırım önerilerimizi bazı değişikliklerle daha da keskinleştirdik. Geriye dönüp baktığımızda, Forbes'in da belirttiği gibi "2023'ün Taylor Swift'in yılı olduğuna şüphe yok"<sup>1</sup>. İleriye baktığımızda, sırf bu yüzden "Swiftonomics"i 2024 yılına taşımaya karar verdik. Taylor kuralları! Evet, bu kelime oyununu özellikle yaptık. 2024 yılında takipte olmanız gereken on temel konu belirledik ve her birini Taylor Swift'in hit bir şarkısıyla eşleştirerek sizin için bir tatil playlist'i oluşturduk. Dikkat! Raporun devamı daha sıkıcı ekonomik ve finansal yorumlar içerir. Allianz Araştırma Bölümündeki "Swift" hayranlarından şimdiden hepimize mutlu yıllar!

**Hazır mısınız?** 2024, siyasi ajandanın yoğun olduğu bir yıl olacak. Avrupalı seçmenler AB temsilcilerini seçecek; Portekiz, Belçika, Avusturya, Hindistan, Meksika ve Birleşik Krallık seçmenleri milletvekillerini seçecek; ABD, Meksika, Tayvan ve Romanya da yeni başkanlarını seçecek. Artan popülizm ve birçok belirsiz oy pusulasının ortasında, hanehalkı ve firmaların bekle ve gör yaklaşımını benimsemesi ve büyük satın almalardan büyük yatırımlara kadar önemli ekonomik kararları ertelemesi muhtemel.

**Her şey bitti mi?** Avrupa'da temel politika faizlerindeki artışın etkilerinin henüz yalnızca %60'ının borçlulara yansımış olması nedeniyle; ABD ve Euro Bölgesi'nde yumuşak bir iniş beklerken, eski Kıta için 2024 yılının ilk yarısında uzun süreli durgunluk riskinin artmasını bekliyoruz. 2024 yılı GSYH büyümesinin ABD'de %1,4, euro bölgesinde %0,8, Çin'de %4,6 ve İngiltere'de %0,6 olacağını tahmin ediyoruz.

**Silkinme zamanı...** Azalan talep ve enerji ile gıdada olumlu baz etkileri sayesinde dezenflasyon güç kazanıyor. Merkez bankalarının faiz oranlarına aşağı yönde müdahalesinin genel ekonomik konsensüse göre 2024 yazında beklenenden daha erken, ancak sıcak işgücü piyasasını soğutmak zaman alacağından piyasa beklentilerinden daha geç başlayacağını tahmin ediyoruz. Zira hizmet sektörü enflasyonu ve ücret artışları enflasyonist baskıları beslemeye devam ediyor. Özellikle de 2024 yılı sonunda politika faizlerinin ABD'de %4,5, euro bölgesinde %3,5 ve İngiltere'de %4,5 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

**Bundan sonra yalnızsın!** Çoğu ülkenin bütçe açıklarını ılımlı bir şekilde dizginlemeyi taahhüt ettiği Avrupa'da, mali güvenlik ağları gevşiyor. Alman hükümeti son dakikada bir bütçe anlaşması yapmayı başardı ancak anlaşmanın ekonomik faaliyete büyük bir destek sağlamasını beklemiyoruz. ABD'de ise mali konsolidasyon şimdilik lafta kalmaya devam ediyor.

<sup>1</sup> 9 Times Taylor Swift Crushed 2023 (forbes.com)

**Çıkış yakın!** Küresel ticaret, iki yıl üst üste ortalamasının altında seyreden küresel GSYH büyümesinin ardından ılımlı bir toparlanma gösterecek. Ticari durgunluktan çıkmaya başlayan Avrupa ülkeleri ve Çin hariç, küresel değer zincirlerindeki değişimden faydalanmaya devam eden Asya ülkeleri toparlanmaya öncülük edecektir. Ayrıca küresel iş çevrimlerinde stok eritme eğilimi 2024 yılında sona erecek ve bu da toparlanmaya katkıda bulunacaktır.

**Kahramana karşı!** Bu yılın başlarında Çinli tüketicilerin küresel ekonomiyi yeniden canlandıracağına dair büyük umutlar vardı, ancak günü kurtaramadılar. Ülkede emlak piyasası hâlâ sıkıntılı ve tüketicinin kendine güveni azalmaya devam ediyor. Çin, küresel ihracat pazarlarındaki kayıplarının bir kısmını ve zayıf iç talebi telafi etmek için politika desteğini artırdı ve artırmaya devam edecek, aynı zamanda bu politikanın etkisini pekiştirmek için yurt dışındaki yatırımlarını da artıracak.

**Her şey değişti!** Gelişmekte olan piyasaların çoğu, yüksek finansman maliyetleri ve bazen gergin sosyal ortamlarla mücadele ederken enflasyonu başarılı bir şekilde kontrol altına almayı başardı. Faizlerdeki düşüşü, daha zayıf bir doları ve daha düşük ikiz açıkları yönetmek ve aynı zamanda üretimin ticari olarak yakın ilişkilerin olduğu coğrafyalara kaydırılmasına yönelik fırsatlardan faydalanmak daha kolay olacaktır. Ancak politika hataları önceden elde edilmiş başarıların raydan çıkmasına neden olabileceğinden bu iş kolay olmayacak. Yüksek maliyetle yeniden finanse edilmesi gereken büyük miktarda borçlara sahip Mısır, Arjantin ve Gana gibi ülkeleri zor bir sınav bekliyor.

**Sıkıntı olabileceğini biliyordum.** Şirketler yüksek getiri ortamını şimdiye kadar oldukça başarılı bir şekilde yönetmeyi başardı. Ancak çoğu ülkede iflaslar artışta ve bu durum likidite ve kârlılık sıkıntıları yaşayan KOBİ'ler ile daha fazla direnç sergileyebilen daha büyük firmalar arasındaki büyük uçuruma işaret eder nitelikte. İleriye bakıldığında artan faizler, kârlılık ve likiditeyi etkilemeye devam ederken gelir artışları da yavaşlayacak. Yüksek borçluluk oranıyla çalışan, amortisman tabii varlıklara sahip ve hem faaliyet giderleri hem de yatırım harcamaları için finansman ihtiyaçları yüksek olan, gayrimenkul, yenilenebilir enerji ve inşaat gibi bazı sektörler bu fırtınanın tam ortasında yer alıyor.

**Olumsuz taraf!** 2024 yılında uzun vadeli faiz oranlarında belirgin bir düşüş olası değil çünkü politika faiz oranlarında ileriye yönelik düşüşler halihazırda fiyatlandırıldı ve arz faktörü yukarı yönlü baskılarını sürdürmeye devam edecek. Artan volatilité dikkate alındığında gelişmiş ekonomilerde hisse senetlerinin %5'e yakın getiri sağlamasını bekliyoruz. Kurumsal kredi spread'lerinin direnç sergilemesi piyasanın yumuşak inişe olan güvenine işaret ediyor. Genel görünüm ihtiyatlı bir şekilde iyimser olsa da ticari gayrimenkul, enerji vb. gibi belirli piyasa segmentlerinde potansiyel risklere dikkat edilmeli.

**Hassas!** Zorlu bir ortama ve ABD'deki kısa süreli bankacılık kriziyle de hissedilen yüzey altındaki bazı finansal çatlaklara rağmen, piyasalar artan likidite baskılarını görmezden geldi. Likidite sıkışıklığının yoğunlaşmasını ve kurumsal spread'ler üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. Ancak hem şirketler hem de politika yapımcılar kanadında hâlâ yapılabilecek manevralar olduğu için riskleri sistemik görmüyoruz.





# Makroekonomik Görünüm

## Yoğun Siyasi Ajanda

### Jeopolitik ve ekonomik politika belirsizliği 2024 yılında negatif bir arz şoku etkisi yaratacak.

Pandemiden enerji krizine kadar son yıllarda yaşanan bir dizi şokun ardından küresel GSYH'nin %60'ını oluşturan ölkelerin sandık başına gideceği 2024 yılının seçim takvimi, ekonomik belirsizliği artıracak. Bu bağlamda hükümetler, hanehalkları ve şirketler muhtemelen bekle ve gör yaklaşımını benimseyerek önemli ekonomik kararları erteleyecekler. Mali belirsizlik özellikle Almanya'da yüksek seyrederken, Çin ve Birleşik Krallık'ta da artıyor. Politika belirsizliğine bağlı şoklar, negatif arz şokları gibi hareket ederek ekonomik faaliyetler ve fiyatlar üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilir; üretimi, yatırımı ve tüketimi düşürürken fiyatları yükseltir. Kamu harcamalarından kaynaklanan maliye politikası belirsizliğindeki bir standart sapmalık artış, iki yıl sonra reel GSYH'de -1 puanlık istatistiksel olarak anlamlı bir düşüşle ilişkilendirilmiştir<sup>2</sup>. Para politikası belirsizliği de benzer bir dinamik izleyerek iki yıl sonra reel GSYH'de 1.3 puanlık bir düşüşle ilişkilendirilmiştir.

Mevcut yüksek enflasyon ve artan küresel durgunluk riskleri göz önüne alındığında, politika yapıcılar gelecekteki kararlarına ilişkin belirsizliği en aza indirmek için her türlü çabayı göstermeli.

**Popülizm tüm zamanların en yüksek seviyesinde ve ölkelerin %25'inden fazlası popülist liderler tarafından yönetiliyor.** Popülist liderler tarafından yönetilen ölkelerde 15 yıl sonra kişi başına düşen GSYH, popülist olmayan bir hükümet tarafından yönetilen bir ölkeye kıyasla ortalama %10 daha düşüktür<sup>3</sup>. Dahası, popülist yönetimler genellikle yargı bağımsızlığı, seçim kalitesi ve basın özgürlüğünde düşüşe yol açarken, inovasyon dostu ekonomik ortama da zarar vermekte. Avrupa'da yükselen enflasyon ve artan göç, bir süredir sağ popülizmin yeniden canlanmasına neden oldu. Bundan dolayı bir sonraki Avrupa Parlamentosu'nun çevre ve göçmen karşıtı seslerin hakimiyetine gireceğine ve kurumsal reformlar ve enerji güvenliği gibi önemli konularda ilerleme kaydedilemeyeceğine dair endişeler var.

<sup>2</sup> Haroon Mumtaz ve Franz Ruch (2023). Politika Belirsizliği ve Toplam Dalgalanmalar

Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ekonomilerden Kanıtlar, Dünya Bankası Politika Araştırma Çalışma Belgesi 10564.

<sup>3</sup> Manuel Funke, Moritz Schularick ve Christoph Trebesch (2023). Popülist Liderler ve Ekonomi. American Economic Review, Baskıda.

**Kutuplaşmış bir ortamda gerçekleşen seçimler daha yüksek ekonomik belirsizliğe yol açabilir ve aynı yüksek belirsizlik seçimlerden daha da kutuplaşmış ve popülist sonuçların çıkmasına yol açabilir.**

Ekonomi politikası belirsizlikleri ulusal seçimlerden önceki ay ve seçimlerin yapıldığı ayda diğer aylara kıyasla ortalama %13 daha yüksek oluyor<sup>4</sup>. ABD'de, ekonomi politikası belirsizliğindeki artışlar özellikle rakiplerle ilgili yakın sonuçların beklendiği ve kutuplaşmanın yüksek olduğu başkanlık seçimleri dönemlerinde iyice belirginleşiyor. Bu tip seçim süreçlerinde seçim aylarında ekonomi politikası belirsizliği %28 artıyor. Bu örüntü, son yıllarda kutuplaşmanın arttığı dünyanın diğer ülkelerinde de gelecekteki seçimlerle ilgili belirsizlikte daha büyük artışlara işaret ediyor.

**Şekil 1:** Yaklaşan seçimler

	1.Çeyrek 2024	2.Çeyrek 2024	3.Çeyrek 2024	4.Çeyrek 2024
Jeopolitik açıdan önemli seçimler	Tayvan, başkanlık ve parlamento (Ocak)	Hindistan, parlamento (Nisan/Mayıs)		Birleşik Krallık, parlamento (Ekim)
	Endonezya, başkanlık ve parlamento (Şubat)	Güney Amerika başkanlık ve parlamento (Mayıs)		ABD, başkanlık ve parlamento (Kasım)
		Avrupa Birliği, parlamento (Haziran)		
Sonraki seçimler	-Finlandiya, başkanlık (Ocak)	-Güney Kore, parlamento (Nisan)	-Avusturya, parlamento (Eylül)	-Litvanya, parlamento (Ekim)
	-Hırvatistan, parlamento (Mart)	-Meksika, başkanlık ve parlamento (Haziran)		-Uruguay, başkanlık ve parlamento (Ekim)
	-Rusya, başkanlık (Mart)	-Belçika, parlamento (Haziran)		-Romanya, başkanlık ve parlamento (Kasım)
	-Portekiz, parlamento (Mart)			

Kaynak: Allianz Araştırma

<sup>4</sup> Scott Baker, Aniket Baksy, Nicholas Bloom, Steven Davis ve Jonathan Rodden (2020). Elections, Political Polarization, and Economic Uncertainty, NBER Working Paper 27961.

## ABD'de yumuşak iniş, euro bölgesi'nde toparlanma çabası

**ABD ekonomisinin 2023 yılında ekonomik küçülmeye meydan okumasıyla birlikte 2024 yılı için yumuşak iniş senaryosu güçlendi.** Merkez Bankası'nın keskin parasal sıkılaştırmasına rağmen ABD'de GSYH, büyük ihtimalle 2023 yılında yaklaşık %2,4 oranında büyüyecek. Hanehalkı ve şirketler, Fed sıkılaştırması öncesinde borçlarının vade yapılarını uzatarak ve düşük sabit faiz oranlarını sabitleyerek genel olarak sağlam bilançolar oluşturdu. Borç servis maliyetleri 2023 yılı sonunda ABD hanehalkı gelirin %10'undan daha azını oluşturuyor ki bu yakın tarihin en düşük seviyesi. Dahası, ABD'de hanehalkı tüketim harcamalarını sürdürmek için pandemi tasarruflarını kullanmaya devam etti. Bu arada maliye politikası da gevşek seyrediyor: Sosyal Güvenlik ödemeleri 2023 yılında enflasyonun çok üzerinde yani %12 artarken, efektif kişisel vergi oranları 2022 sonu ile 2023 sonu arasında 1,7 puan düştü. 1972 yılından bu yana herhangi bir Fed sıkılaştırma döneminde görülen en keskin düşüş oldu. Bununla birlikte 2024 yılı için büyümede hızlı bir yavaşlama beklemeye devam ediyoruz. Bu yavaşlamanın yumuşak karnını %0'a yakın büyümeyle büyük ihtimalle 2. ve 3. çeyreklerde oluşturacak. Yüksek faiz ortamı ekonominin bazı kesimlerini zayıflatmaya başlattı. Tüketici kredisi temerrütleri artmaya başlarken, örneğin perakende sektöründe konjonktürel işe alımlar ivme kaybediyor. Bu arada 2023 yılı büyümesinde artış sağlayan daha sıkı ancak aşırıya kaçmayan maliye politikası gibi bazı faktörlerin de tersine dönmesi bekleniyor. Kurumsal düzeyde bankaların uzun süredir devam eden sıkı kredi standartları işletme yatırımlarının da zayıflamasına yol açacaktır ki düşük yatırım harcaması öngörülleri ile bu zaten kendini gösterdi. Hanehalkının pandemi tasarrufları henüz tükenmekten çok uzak ve 2023 yılının 3. çeyreği için 100 milyar ABD doları olduğunu tahmin ediyoruz. Ancak hanehalkının tüketim harcamalarını finanse etmek için pandemi tasarruflarını kullanımını yavaşlatmasını bekliyoruz. Veriler, hanehalkının 2023 yazından bu yana varlıklarını likit mevduatlardan daha az likit olan vadeli mevduatlara ve para piyasası fonlarına giderek daha fazla kaydırıldığını gösteriyor. Bu çerçevede, sağlam özel sektör bilançoları, düşen enflasyon ve işgücü arzındaki artış ve verimlilikteki yükseliş yoluyla ekonominin arz tarafındaki iyileşme ABD ekonomisinin 2024 yılında yumuşak bir inişe geçmesini sağlayacak. Böylece GSYH yıl içinde yüzde 1,4 gibi makul bir oranda artacaktır.

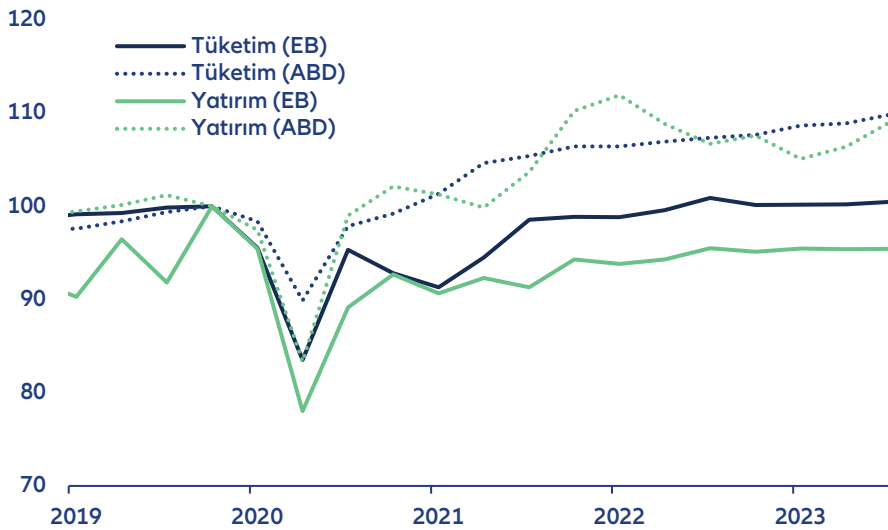
**Geçmişteki olumsuzlukların azalmasıyla birlikte uzun bir ekonomik durgunluk döneminin ardından euro bölgesi gelecek yılın ikinci yarısında toparlanacaktır.** Euro bölgesi 4 çeyrektir sıfıra yakın büyümeyle boğuşuyor ve yakın vadeli görünümde de söz konusu tabloda değişikliğe neden olabilecek bir şey yok. Hatta 2023 yılının 3. çeyreğindeki %0,1'lik küçülme ardından dördüncü çeyrekte yine negatif büyüme ile küçük bir teknik resesyon öngörüyoruz. Ancak Euro bölgesinin bu durgunluk döneminden 2024 yılının 2. yarısında çıkabileceği konusunda ihtiyatlı bir iyimserlik içindeyiz ve ciddi ekonomik zorlukların azalmaya başlamasıyla büyümenin toparlanmasını bekliyoruz. İlk olarak, agresif parasal sıkılaştırmanın hafiflemesi ve bunun da finansal koşulları rahatlatması bekleniyor. İkinci olarak, yüksek elektrik fiyatları nedeniyle imalat sektörünün önünde önemli bir engel teşkil eden enerji krizine yönelik de gevşeme sinyalleri olabilir. Fiyatlar Ukrayna'daki savaş öncesine kıyasla yüksek kalmaya devam etse de küresel enerji fiyatlarındaki herhangi bir düşüş baskıları hafifletecektir. Brent fiyatlarının eylül ayından bu yana 20 USD/varil düşmüş olması nedeniyle şu anda tecrübe ettiğimiz gibi... Dahası, euro bölgesi hâlâ Covid öncesi seviyelerin gerisinde olan ve tüketici harcamalarını bastıran düşük reel ücretlerle uğraşılıyor. Bu eğilimler euro bölgesi'ni ekonomik faaliyet açısından ABD'nin çok gerisinde bıraktı. Neyse ki, tersi eğilime dair göstergeler var. Enflasyonun düşmesiyle birlikte asgari ücret artışının reel ücretleri desteklemesi ve tüketici talebini yeniden canlandırması bekleniyor. Son olarak, bölge negatif bir çıktı açığı yaşamaya hazırlanıyor, bu da potansiyel büyümenin yeniden ayarlanmaması durumunda - ki şu anda böyle bir şey beklenmiyor - ekonomik faaliyetlerin öngörülemez şoklar haricinde kendiliğinden toparlanacağını gösteriyor. Bu otomatik ayarlama, orta vadede euro bölgesi ekonomik faaliyetlerinde bir hızlanma için zemin hazırlayarak bir dereceye kadar toparlanma vaat ediyor.

Tablo 1: GSYH büyüme tahminleri

Büyüme (yıllık %)	2021	2022	2023t	2024t	2025t
<b>Küresel</b>	6.2	3.0	2.7	2.4	2.8
<b>ABD</b>	5.8	1.9	2.4	1.4	1.9
<b>Latin Amerika</b>	7.1	3.9	2.3	1.7	2.3
Brezilya	5.3	3.0	3.1	1.5	1.9
<b>Birleşik Krallık</b>	8.7	4.4	0.5	0.6	1.5
<b>Euro Bölgesi</b>	5.9	3.4	0.5	0.8	1.7
Almanya	3.1	1.9	-0.3	0.5	1.7
Fransa	6.4	2.5	0.8	0.7	1.5
İtalya	8.3	3.9	0.7	0.6	1.5
İspanya	6.4	5.8	2.4	1.5	1.8
<b>Orta ve Doğu Avrupa</b>	6.1	0.8	0.9	2.3	3.1
Polonya	6.9	5.1	0.5	2.5	3.0
Rusya	5.6	-2.1	3.1	1.6	1.5
Türkiye	11.4	5.5	3.9	2.9	3.9
<b>Asya-Pasifik</b>	6.4	3.2	4.4	4.0	3.9
Çin	8.5	3.0	5.2	4.6	4.2
Japonya	2.3	1.0	1.8	1.0	1.0
Hindistan	8.9	6.7	6.9	6.3	6.5
<b>Orta Doğu</b>	4.4	6.7	2.3	2.3	3.1
Suudi Arabistan	4.3	8.7	1.4	1.8	4.2
<b>Afrika</b>	5.8	3.8	2.7	3.4	4.1
Güney Afrika	4.7	1.9	0.7	1.4	1.6

Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

Şekil 2: Euro bölgesinde tüketim ve yatırım baskılanmaya devam ediyor. Endeks 2019 = 100



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

**Ne yanlış gidebilir? Euro bölgesi ekonomisinde beklenenden daha derin bir durgunluk ya da ticari gayrimenkul piyasasında bir çöküş nedeniyle başlayan bulaşıcı bir ekonomik kriz veya artan jeopolitik riskler göz ardı edilemez.** Dünya, enflasyonu 10 yılın en yüksek seviyelerine çıkararak küresel sağlık ve enerji şokunun yaralarını sarmaya devam ederken çok sayıda risk söz konusu. Dengeye dönüş yolculuğu doğal olarak belirsizliklerle dolu. Dirençli bir işgücü piyasasına rağmen banka kredileri ve ekonomik duyarlılık gibi öncü göstergeler Atlantik'in her iki yakasında da daha belirgin bir durgunluğa işaret ediyor. Almanya ve Fransa'da elektrik fiyatları, Ukrayna-Rusya çatışmasından önce ABD ile neredeyse eşit seviyedeysen ş u anda hâlâ ABD'nin üç katından daha fazla. Bu durum Avrupa'daki enerji yoğun imalat sektörünü daha fazla zorlayabilir ve hükümetlerin enerji sübvansiyonlarını büyük ölçüde azaltacağı bir dönemde ekonomik yavaşlamanın belirginleşmesine yol açabilir. Ayrıca, çökmeye eğilimli bir ticari gayrimenkul piyasası nedeniyle ülkeden ülkeye sıçrama potansiyeli olan bir kriz de göz ardı edilemez. Bu bağlamda Avusturya'nın en büyük özel gayrimenkul holdingi Signa grubu son kurbanlardandı. Ayrıca, çok sayıda anlaşmazlığın devam ettiği bir dünyada, çatışmaların tırmanma riski sürekli bir tehdit. Bu riskleri görüyor ve yakından izliyoruz, ancak bunlar bizim temel senaryomuz değil. Bunları aşağı yönlü senaryolarımız için varsaymaya devam ediyoruz. Ancak, bu risklerin gerçekleşmesi ve sistemik bir bulaşmaya yol açması halinde 2024 yılı ş u anda öngörülenden çok daha zayıf geçebilir. Böyle bir aşağı yönlü senaryonun hayat bulması halinde, resesyon gerçekleşecek, hisse senedi piyasasında bir düzeltme yaşanacak, dolar daha da güçlenecek ve faiz indirimleri önemli ölçüde artacaktır.

## Dezenflasyon güç kazanıyor ve 2024 yazında merkez bankalarının politika tutumlarında değişim başlayacak

**Dezenflasyonun hızı arttı, 2024 yazına kadar enflasyon çoğu merkez bankasının konfor bölgesi içine girecek.** Tedarik zinciri sorunlarının hızla çözülmesi ve emtia fiyatlarındaki düşüş, enflasyonu 2023 yılının sonuna doğru beklenenden daha hızlı bir şekilde aşağı çekti. Çekirdek mal enflasyonu ABD'de eylül ayından bu yana tamamen normalleşirken, Euro bölgesinde hızla yavaşladı. Diğer bir olumlu gelişme, ücret artışlarının yavaşlamasıyla daha yapışkan olan hizmet enflasyonunun da yüksek kalmaya devam etse de düşmeye başlamasıdır. Merkez bankalarının hem söz hem de eylem olarak şahinliği talebi zayıflatarak veya ABD'de aşırı ısınmayı önleyerek ve de enflasyon beklentilerinin genel olarak iyi çıpalanmasını sağlayarak bir ücret-fiyat sarmalının başlamasını kararlı bir şekilde önlemeye yardımcı oldu. İşletmelerin anketlerde dile getirdiği satış fiyatlarında düşüş beklentileri ve üretim fiyatlarındaki düşüşün de işaret ettiği üzere enflasyon oranlarının normalleşmeye devam etmesini bekliyoruz. Büyümenin yavaşlaması ve daha düşük mal ve enerji enflasyonunun kademeli olarak hizmet sektörü enflasyonunu düşürmesiyle büyük ekonomilerde (İngiltere göreceli olarak daha geride kalmak üzere) manşet ve çekirdek enflasyon oranları, önümüzdeki yaza kadar merkez bankası hedeflerine yaklaşacaktır.

**Düşük büyümeye rağmen özellikle Avrupa'da iş gücü piyasalarının dayanıklılığı dikkat çekicidir.** Yapısal eksiklikler devam edecek. Avrupa'da son 12 ayda cansız da olsa büyümeye rağmen, işsizlik oranları dip seviyelerde ve boş pozisyonlar tarihi yüksek seviyelerdedir. Fransa, İspanya, İngiltere gibi bazı ülkelerde bu durum kısmen iş gücü verimliliğindeki düşüşün bir yansıması. Ancak daha genel olarak, iş gücü arzındaki artış ve reel ücretlerdeki gerileme, şirketler açısından iş gücünün maliyeti, şirketleri daha fazla işçi istihdam etmeye teşvik ediyor. Yeşil dönüşüm, yeniden şekillendirme, sağlık hizmetleri ihtiyaçları vb. gibi nednlerle demografik yapıdaki bozulmaya bağlı olarak iş gücü açığının önümüzdeki yıllarda daha da kötüleşmesi ve talebin dirençli kalması beklendiğinden iş gücü piyasaları sıkı kalmaya devam edecektir. Kısa vadede, zayıf büyümeye rağmen şirketlerin işçi çıkarma konusunda isteksiz davranması nedeniyle 2024 yılında ABD ve Avrupa'da işsizlikte sadece ılımlı bir artış bekliyoruz.



### Enflasyon tahminlerinde ikinci kez hataya düşmemek için merkez bankaları 2024 yazında politika tutumlarında yön değiştirecek olsa bile şahin eğilimlerini koruyacaktır.

Enflasyonun merkez bankası hedeflerinin çok uzağında olması ve büyümenin düşük seyretmesi nedeniyle, Fed'in Haziran 2024'te 25 baz puanlık ilk faiz indirimiyle gevşeme döngüsüne başlamasını, bunu temmuzda AMB'nin ve eylülde BoE'nin izlemesini bekliyoruz. Ancak, "bir kere ısırılan iki kere utanır" yaklaşımını benimseyen merkez bankaları, gevşeme döngülerinde son derece temkinli olacaktır. Euro bölgesinde, ekonomik faaliyetler 2024 yılının ikinci yarısında hızlanacağından, AMB 50 baz puandan sonra kesintiyi durduracak ve 2025'te beklediğimiz

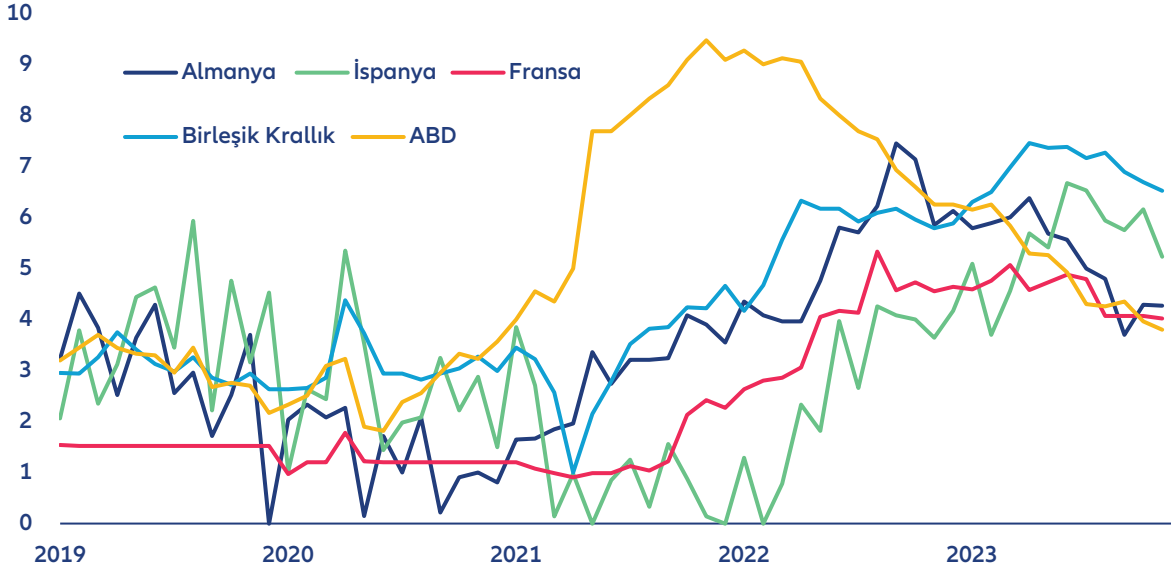
%2,75'lik nihai orana doğru devam etmeden önce enflasyonun hedefe doğru ilerlemeye devam edip etmediğini görmek için bekleyecektir. Dolayısıyla bizim tahminlerimiz, piyasanın gelecek yıl için öngördüğü yaklaşık 140 baz puanlık kesinti fiyatlamasına kıyasla çok daha şahin. Piyasa beklentileriyle ayrışmamızın ana nedeni, bizim temel senaryomuzda resesyonun piyasa beklentilerine göre daha hafif olmasından kaynaklanıyor daha derin bir resesyona işaret eden bazı öncü göstergelere rağmen.

Tablo 2: Enflasyon tahminleri

Enflasyon (yıllık %)	2021	2022	2023t	2024t	2025t
<b>Küresel</b>	4.3	8.4	6.6	4.6	3.6
<b>ABD</b>	4.7	8.0	4.1	2.3	2.4
<b>Latin Amerika</b>	13.9	14.9	23.4	15.0	9.2
Brezilya	8.3	9.3	5.1	4.2	3.0
<b>Birleşik Krallık</b>	2.6	9.1	7.1	3.8	2.6
<b>Euro Bölgesi</b>	2.6	8.4	5.5	2.5	2.1
Almanya	3.1	6.9	5.9	2.6	2.2
Fransa	1.6	5.2	4.9	1.8	2.0
İtalya	1.9	8.2	5.8	2.2	1.9
İspanya	3.1	8.4	3.6	3.4	2.2
<b>Orta ve Doğu Avrupa</b>	8.1	9.1	11.4	5.8	3.9
Polonya	5.1	14.4	11.6	6.0	4.1
Rusya	6.7	13.8	5.9	6.4	4.5
Türkiye	19.6	72.3	53.6	37.8	17.4
<b>Asya-Pasifik</b>	1.7	3.7	2.7	2.6	2.3
Çin	0.9	2.0	0.5	1.6	1.7
Japonya	-0.2	2.5	3.3	2.2	1.0
Hindistan	5.1	6.7	5.6	5.3	4.5
<b>Orta Doğu</b>	15.8	10.3	7.7	5.6	5.1
Suudi Arabistan	3.1	2.5	2.8	2.8	2.0
<b>Afrika</b>	12.4	16.1	24.4	17.5	11.2
Güney Afrika	4.6	6.9	5.2	4.2	4.5

Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

Şekil 3: Yeni işe alınan çalışanlara ilişkin Indeed ücret göstergesi, yıllık %



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

Şekil 4: Para politikası tahminleri



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

## Mali güvenlik ağlarının gevşemesi

### Pandemi ve enerji krizleri sırasında alınan mali önlemler, gelişmiş ekonomilerin çoğunda borç oranlarını artırdı ve bütçe açıklarını genişletti.

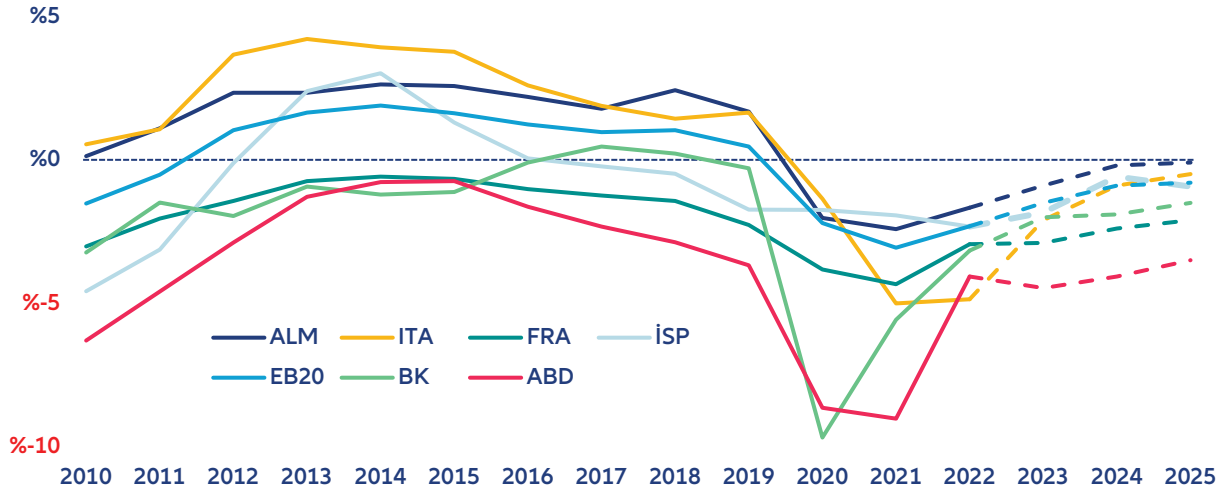
Borç dinamikleri o dönemde nominal büyüme ile borç servisi maliyetleri arasındaki olumlu farktan yararlanmış ve bu da borç oranları üzerindeki baskıları hafifletmişti. Ancak ileriye dönük olarak, daha kasvetli ekonomik görünüm ve artan borçlanma maliyetleri göz önüne alındığında mali aritmetik (r-g) karmaşık hale gelecektir. Borcun GSYH'ye oranının mevcut seviyelerde sabitleneceğini ya da çok az düşeceğini düşünüyoruz; kısa/orta vadede kayda değer bir düşüş eğilimi beklemiyoruz. Ayrıca, yüksek borçlu ülkeler daha yüksek faiz borç yükleriyle karşı karşıya kalacaktır. Örneğin İtalya'da GSYH'nin %4'ünün üzerinde. Ancak borç vadelerinin uzatılması anlık borç çevirme risklerini hafifletecektir.

**ABD'de maliye politikasının 2024 yılında hafif kısıtlayıcı hale gelmesi bekleniyor, ancak zayıflayan ekonomi nedeniyle bütçe açığı büyük kalmaya devam edecektir.** Özellikle de kişisel gelirler üzerinden düşük vergilendirme Fed'in Hazine tahvillerini almaya son vermesi, daha yüksek faiz ödemeleri, daha yüksek sosyal harcamalar ve FDIC'ye ABD federal mevduat

sigorta kurumu yapılan daha yüksek ödemeler nedeniyle ABD'de federal bütçe açığı, 2023 mali yılında 1.7 milyar dolara yani GSYH'nin %6,3'üne yükseldi. Haziran ayında Beyaz Saray ve Kongre arasında imzalanan borç limiti anlaşması nedeniyle mali duruşun önümüzdeki yıl ılımlı bir şekilde sıkılaşmasını (GSYH'nin %0,4'ü kadar) bekliyoruz. Bununla birlikte 2024 yılında ekonominin zayıflamasını ve faiz ödemelerinin artmasını beklediğimiz için federal açık genel olarak genişleyecektir. Federal açığın 2024 mali yılında 1.95 milyar dolara, GSYH'nin %6,8'ine, genişleyeceğini tahmin ediyoruz.

**AB mali kuralları ocak ayında yeniden yürürlüğe girecek olsa da birçok euro bölgesi ülkesi mali hedeflere daha kademeli bir dönüş öngörüyor.** Borç/GSYH oranı yavaş yavaş azalıyor ve enerji krizine yönelik destek tedbirleri aşamalı olarak terk ediliyor olsa da Fransa, İtalya ve İspanya'da hükümet bütçe açıklarının 2026 yılından önce GSYH'nin %3'ünün altına düşmesini beklemiyoruz ancak Almanya mali konsolidasyon konusunda daha sıkı davranacaktır (Şekil 5). Genel olarak, Euro bölgesi mali duruşu daha da normalleşecek ve bütçe açığı/GSYH oranı 2023 yılında %0,8'den sonra 2024'te %0,6 olacaktır.

Şekil 5: Mali duruş tahminleri, konjonktürel olarak düzeltilmiş faiz dışı denge, GSYH'nin %'si



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

**Almanya'daki bütçe anlaşmazlığı mali harcamaları daha kısıtlayıcı hale getiriyor.** Alman hükümeti, özellikle iklim değişikliğiyle mücadele programını finanse etmek için %0.35'lik "yapısal borç/potansiyel GSYH" oranı konusunda esnek davranıyordu. Ancak, Federal Anayasa Mahkemesi'nin Kasım 2023'te verdiği karar, hükümeti iklim ve sanayi politikası projelerinin finansmanından mahrum bıraktı. 2023-2027 dönemine yayılmış GSYH'nin -0.7 puanına mal olan en az 60 milyar euro ve ekonomik istikrar fonundan ekonomik toparlanmaya yardımcı olmak için ayrılan potansiyel 200 milyar euro daha tehlikede. Bu durum aynı zamanda Almanya'nın kamu borcunu nasıl kontrol altına aldığı da gösteriyor. Hükümet harcamalarının GSYH'ye oranı 2019 yılında %45 iken, şu anda %48... Bu oran 2020 ve 2021 yıllarında %50'nin üzerindeydi. Bu da ekonomik çıktının neredeyse yarısının hâlâ kamu kasasına aktarıldığı anlamına geliyor ki bu da manevra için yeterli alan bırakıyor. Ancak Alman hükümeti, borç frenine uymak ve bir sonraki duyuruya kadar en azından 2024 yılında yapısal dengesini mali olarak sağlamlaştırmak zorunda kalacağı için 2024 bütçesinde öncelikleri belirleme konusunda fikir birliğine varmakta zorlanıyor. Bu durumda, 2024 yılı bütçesinden 17 milyar euro ve İklim ve Dönüşüm Fonu'ndan (İDF) 12 milyar euro tasarruf edilmesi gerekiyor ki bu da toplamda GSYH'nin %0.7'sine denk geliyor. Bu açığı, e-araba satın alma priminin erken sona ermesi, güneş enerjisi sübvansiyonlarının ve fosil yakıtlar üzerindeki çevreye zararlı sübvansiyonların azaltılması ve işgücü piyasası önlemleri gibi çeşitli önlemlerle finanse edileceğı açıklandı. Aynı zamanda İDF'nin geliri, 2024 yılından itibaren CO2 fiyatının 40 euroya yükseltilmesiyle arttırılacak ki bu daha önce planlanandan 5 euro daha fazla. Almanya zorlu bir ekonomik ortamla karşı karşıya olduğundan, bu durum firmalar ve hanehalkı için daha fazla belirsizlik yaratıyor. Güvenilir rakamların olmaması nedeniyle 2024 yılı için %0,5 büyüme öngörüyoruz. Ancak işler tersine dönerse bu durum 2024 yılında GSYH'nin yaklaşık -0,3 puan azalmasına neden olabilir ve rekabet gücünü azalttığı ve kamu ve özel yatırımların telafi etkisini hızlandıracağı için zaten çok zayıf olan bir ortamda durgunluğu potansiyel olarak uzatabilir. Almanya'nın "mali çıkmazı", mevcut tüketimlere eşlik edecek öncelikli yatırımların tespit edilmesi ve önümüzdeki yıllarda gerekli yatırımların finanse edilmesi için bir yol bulunması olarak tanımlanabilir.

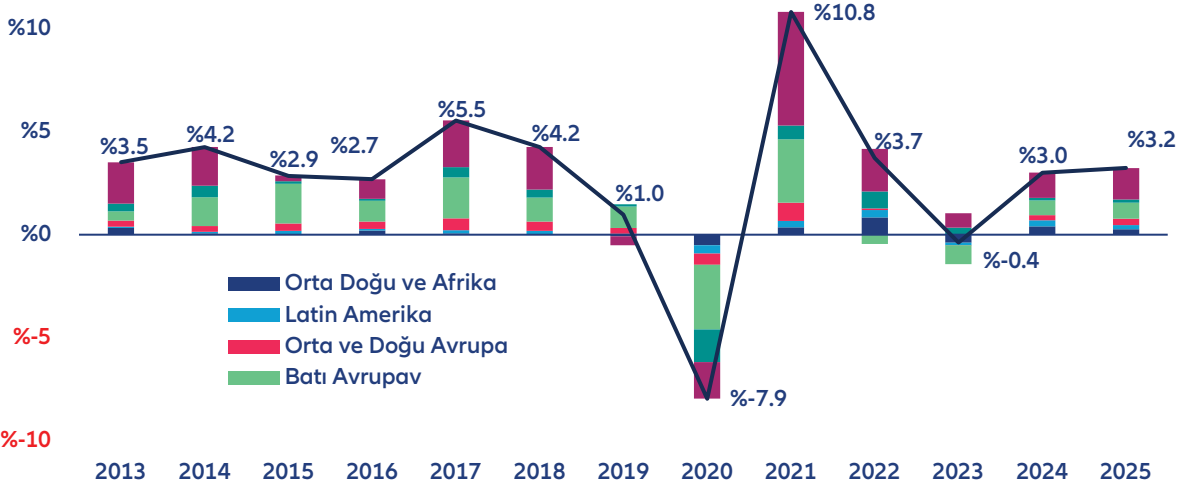
**AB mali çerçevesinin reforme edilmesi siyasi açıdan karmaşık bir süreç oldu ancak son aşamaya gelinmesi ve kural setinin gözden geçirilerek güncel haliyle uygulamaya konması hâlâ mümkün.** Ülkelerin farklı mali tutumları mevcut son dakika müzakerelere yansıyor. Almanya disipline geri dönülmesi ve net borç azaltma hedefleri ile yaptırımların uygulanması çağrısında bulunurken, Fransa ve İtalya gibi ülkeler daha az katı ve daha kademeli uyum yollarını savunuyor. Bazı üye devletlerin ve kurumların önümüzdeki iki hafta içinde iş birliği yapmaya istekli olduğunu görüyoruz. Avrupa Komisyonu'nun 2024 yılı Avrupa seçimleri sırasında riskli olabilecek herhangi bir güçlü eylemi yani "aşırı açık" prosedürlerini açan eski kurallara geri dönüşü, blok genelinde kaybolmamış gibi görünen örneğin son Hollanda seçimlerinde olduğu gibi Avrupa karşıtı tutumları şiddetlendirme riski taşıyor.

## Küresel ticaret belirsizlikten çıkıyor

**Zorlu bir yılın ardından, küresel ticaretin 2023 yılını ticaret hacminde yıllık bazda yaklaşık %0,4'lük bir daralma ile kapatması bekleniyor.** Düşen enerji fiyatları ve Çin'de pandemi kısıtlamalarının sona ermesi, başlangıçta hızlı bir ekonomik toparlanma umudu yaratsa da küresel ticarete çok beklenen toparlanma gerçekleşmedi. Yavaşlayan ekonomik büyüme ivmesi ve hâlâ stok eriten ve enerji kriziyle mücadele eden imalat sektörü nedeniyle Avrupa'da ticarete kayda değer bir düşüş yaşandı. Buna karşılık, Güney Amerika beklenenden daha iyi bir ihracat performansı sergiledi. 2024 yılında stok eritme sürecinin tamamlanması, Avrupa'nın ikinci yılındaki ticari durgunluktan çıkması

ve Asya'nın toparlanmaya öncülük etmesiyle küresel ticaret haciminde yıllık %3'lük artışla ürkek bir toparlanma bekliyoruz. Almanya'nın 80 milyar dolara yakın ihracat artışı kaydetmesini; İtalya, Hollanda ve Fransa'nın ise sırasıyla 45 milyar dolar, 39 milyar dolar ve 35 milyar dolar ihracat artışı kaydetmesini bekliyoruz. Bu ihracat artışları söz konusu ülkelerin kendi iç ekonomilerinde büyümeye belirgin bir destek sağlayacak ölçüde olmasa da küresel ticarete toparlanmaya önemli ölçüde katkı sağlayacak.

Şekil 6: Küresel ticaret tahminleri, hacim olarak, yıllık büyüme



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

## Çinli tüketici günü kurtaramadı

**Tüm gözler politika desteğinde.** Çin ekonomisi, emlak sektöründeki gerileme, rekor düzeyde düşük tüketici güveni; devam eden emlak fiyatlarındaki düşüş nedeniyle olumsuz servet etkileri göz önüne alındığında kişi başına düşen tüketici harcamalarının azalması; sınırlı mali ve parasal politika desteği ile mücadele ediyor. Bu bağlamda, GSYH'nin 2024 yılında %4,6 ve 2025 yılında %4,2 oranında büyümesini bekliyoruz. Ekonomi ikinci çeyrekteki zayıflığın ardından salgın öncesi %1,5'e kıyasla çeyreklik %0,8 artış ile dipten yukarı dönüğe geçmiş olsa da aylık göstergeler ekonomik faaliyetlerin 2023 yılının son çeyreğinde hem imalat hem de imalat dışı sektörlerde zayıf kaldığına işaret ediyor. Özellikle ticaret rakamları kasım ayında iyileşmeye başladı. İhracat değerleri mayıs ayından bu yana ilk kez yükselirken, ekim ayındaki

%6,4'ün ardından yıllık %0,5, ihracatçıların fiyatları düşürmesinin de desteğiyle ihracat hacmi yeni bir zirveye ulaştı. İthalat hacimleri ekim ayında rekor seviyeye ulaştıktan sonra önce %3 ardından %0,6 düşüş ile geriledi., Ancak mali desteğin emtia talebini artırmasıyla yakın vadede güçlü kalmaya devam edecek gibi görünüyor. İleriye bakıldığında, ihracatın dayanıklılığını sürdürmesi mümkün görünmüyor. Son dönemdeki güçlenme en azından kısmen ihracatçıların pazar payı kazanmak için fiyatları düşürmesinden kaynaklanıyor. Ancak bu durum sürdürülebilir değil ve şirketlerin marjlarını olumsuz etkiliyor. Şirket marjları, ilk pandemi karantinaları hariç tutulduğunda 2010 yılından bu yana görülmemiş seviyelere geriledi. Genel olarak, 2024 yılında ihracatın hacim bazında %3 artmasını ve ihracat fiyatlarının yatay seyretmesini bekliyoruz.

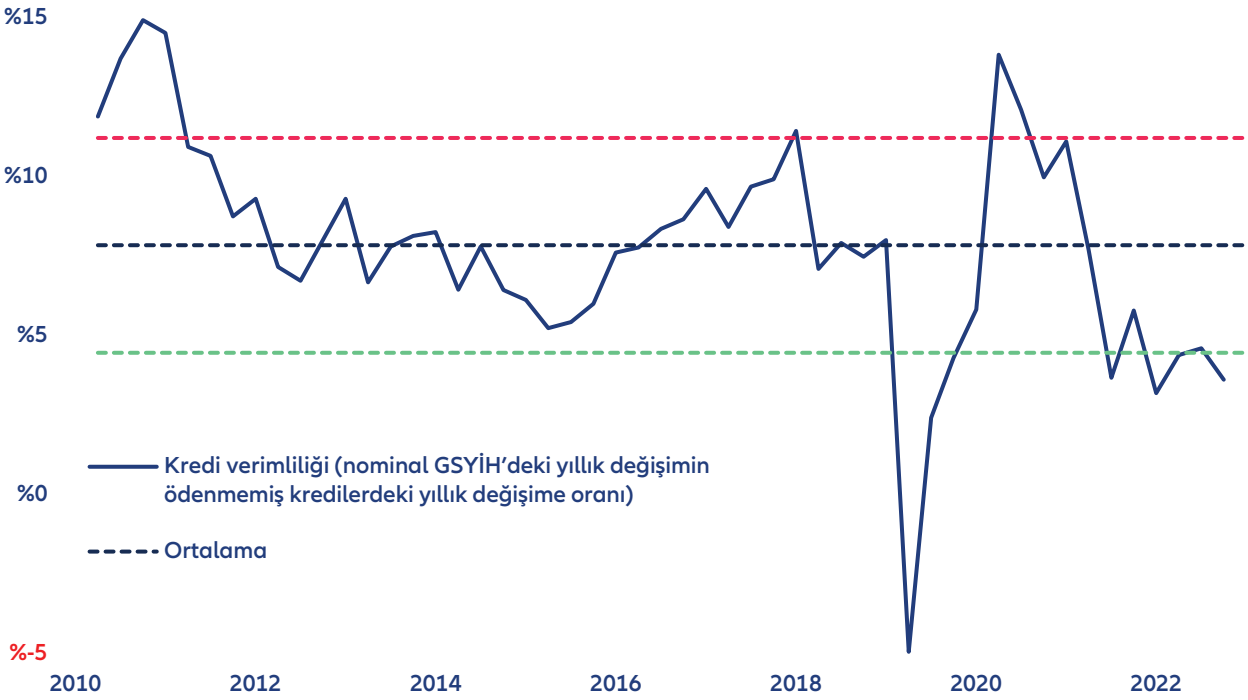


**2022 yılının 3. çeyreğinde 140 milyar dolara yakın rekor bir seviyeye ulaşan cari işlemler fazlası, 2023 yılının 3. çeyreğinde 63 milyar dolarla son iki yılın en düşük seviyesine gerileyerek kötüleşmeye devam etti.**

Bu durum temel olarak son çeyreklerde artan hizmet ithalatından kaynaklandı. Sermaye ve finans hesaplarına bakıldığında, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarındaki net çıkışların son çeyreklerde açığı genişlettiği görülüyor. Yatırımcılar Çin'in konut piyasasındaki zorlukların, düşük tüketici güveninin ve yüksek yerel yönetim borçlarının farkında. Emlak sektöründe yeniden yüzeye çıkan endişelere karşı Çinli yetkililer konut bolluğunu azaltmak ve 2015 yılından bu yana görülmeyen rekor düşük seviyede seyreden tüketici güvenini iyileştirmek amacıyla konut piyasasını rahatlatıcı önlemleri birkaç kez artırdı.

Bu önlemlerin emlak piyasasının istikrara kavuşmasına yardımcı olduğuna ve daha fazla müteahhidin temerrüde düşmesini engellediğine inanıyoruz. Ancak, emlak fiyatlarında bir toparlanma görmemiz için hâlâ uzun bir yol var. Yeni konut satışları geçen yılki seviyelerin %20 altında ve yeni konut başlangıçları 2020-21 zirvelerine kıyasla %65 daralmış durumda. Dolayısıyla, reel faiz oranları 1 yıllık vadelerde %3'ün, 5 yıllık vadelerde ise %4'ün üzerinde kaldığı için finansman desteğinin artırılması muhtemel. Özel müteahhitler için finansman koşulları çok sıkı olduğundan, bankaların daha kolay kredi koşullarının yanı sıra faiz oranlarının daha da düşürülmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Şekil 7: Çin kredi verimliliği oranı



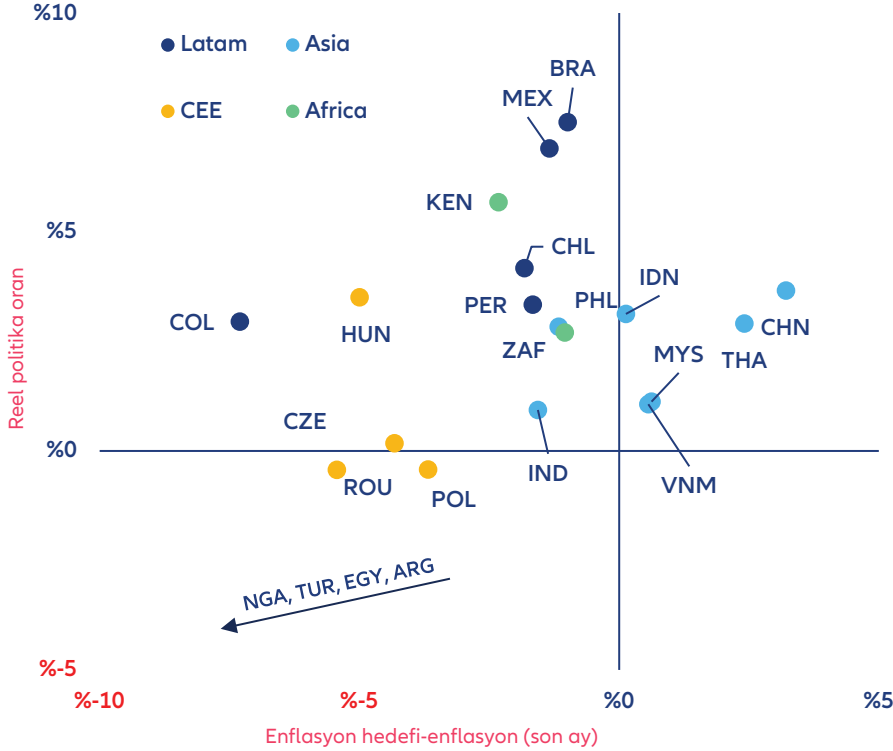
Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

## Gelişmekte olan piyasalarda seçicilik önemli

**Gelişmekte olan piyasalarda (GOÜ) faiz indirimleri 2024 yılında yaygınlaşırken, iyileşen cari işlemler dengesizlikleri gevşemeye devam edecektir; her iki unsur da GOÜ'nün "yeniden ortaya çıkışı"na destek veriyor.** Çalkantılı bir 2022 yılından sonra, kısmen enerji emtia piyasalarının istikrara kavuşması sayesinde GOÜ'deki cari hesap dengesizlikleri çözülmeye başladı ve bu da erken ve kararlı faiz artırımlarıyla birlikte; Latam'da Şili, Brezilya ve Peru veya Doğu Avrupa'da Polonya ve Macaristan merkez bankalarının ilk faiz indirimlerine devam etmeleri için biraz alan (Şekil 8) sağladı. Deflasyonla mücadele eden Çin hariç, gelişmekte olan Asya temkinli davranmaya devam edecek ve ilk indirimleri yapmak için en azından 2024 yılının ikinci yarısına kadar bekleyecek. Bölgedeki benzer ülkelerin de önümüzdeki altı ay içinde aynı şeyi yapmasını bekliyoruz. Cari açıkların devam ettiği ve ödemeler dengesi krizi riskinin tamamen ortadan kalkmadığı örneğin Türkiye, Mısır

veya Nijerya gibi dünyanın diğer bölgelerinde herhangi bir parasal gevşemeden önce ek artışlar görebiliriz ki bu her halükarda 2024 yılının ikinci yarısından önce olmayacaktır. Bu asenkron faiz indirimlerinin özelliği göz önüne alındığında, döviz baskılarının veya geçici tahvil çıkışlarının geri dönüşünü göz ardı edemeyiz. Ancak durum yaz aylarında gelişmiş ülkelerdeki merkez bankaları kendi parasal gevşeme döngülerini başlattığında ve USD kademeli olarak zayıfladığında iyileşecektir. Benzer şekilde, GOÜ devlet tahvillerinin getirileri de küresel gevşemenin yardımıyla düşecektir. Şu anda %6,6<sup>5</sup> olan getirilerin 2024 yılı sonunda %6,1'e, 2025 yılı sonunda ise %5,6'ya gerilemesini bekliyoruz. Yabancı para cinsinden tahvillerde de spread'lerde bir düşüş bekliyoruz, ancak bu diğeri kadar büyük olmayacak. 2025 yılına kadar 25 bps düşüş gibi... Bu da borçlanma maliyetlerinin 2021 yılı başlarına göre önemli ölçüde daha yüksek kalacağı anlamına geliyor.

Şekil 8: Başlıca gelişmekte olan ülke piyasalarında yaygın olan pozitif reel politika faizleri.



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma. "Reel politika faizi" son enflasyon verisi eksi TCMB gösterge faizi olarak hesaplanmıştır. 11/12/2023 tarihine kadar olan tüm güncellemeleri içermektedir.

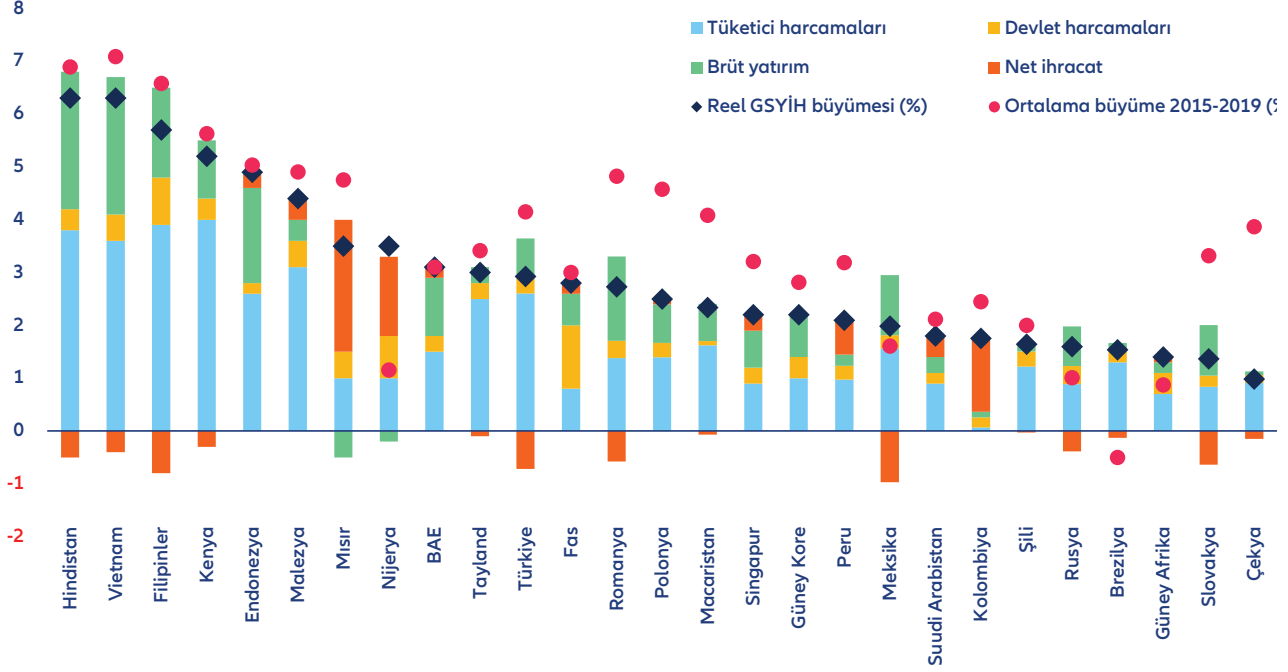
<sup>5</sup> Bu rakamlar JP Morgan EM toplam tahvil endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır.

### Ancak, GOÜ yelpazesi giderek daha fazla farklılaşma riski taşıyor, bazıları ilerlerken diğerleri geride kalıyor.

Belirsizlikler bazı GOÜ'ler için para politikası tarafında ama daha fazla sayıda ülke için mali tarafta kalmaya devam ediyor. 2024 yılında, birikmiş olan ve mevcut oranlarla yeniden finanse edilmesi zorlaşan devlet borçlarının geri ödeneceği bazı önemli günler var.

Bu durum, durumla başa çıkabilen ülkeler ile baş edemeyip kısır bir borç sarmalına sürüklenebilecek ülkeler arasındaki uçurumu genişletebilir.

Şekil 9: Gelişmekte olan piyasalar için 2024 yılında büyümeye katkıların tahmini, y/y, %



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

### Üretimi ticari ilişkilerin iyi olduğu ülkelere kaydırma (friend-shoring) fırsatı 2024-25 döneminde ivme kazanacak.

Üretimi Çin'den uzaklaştırma motivasyonu öncelikle artan iş gücü maliyetleri endişesi etrafında dönüyordu. Ancak ideolojilerdeki farklılıklar ve jeopolitik kaygılar son yıllarda giderek daha önemli bir rol oynuyor gibi görünüyor. Örneğin bu yıl Çin, ABD'nin en büyük ticaret ortağı olma konumunu Meksika'ya kaptırdı. Ticaret ve yatırım modellerinin bu şekilde yeniden değiştiği ortamda, bazı gelişmekte olan ekonomiler kazançlı çıkarken, ABD'ye hem fiziksel hem de jeopolitik mesafe açısından yakın kalan ekonomiler de erken faydalar elde etmeye başladı. Ayrıca, Çin'de ve yurtdışında yerleşik çok uluslu şirketler Çin'den uzaklaşmaya çalıştıkça, Güney ve Güneydoğu Asya'daki birçok ekonomide artan iş gücü verimliliği ve düşük iş gücü maliyetleri, bu ekonomileri Çin'in "artı bir"i olarak cazip bir seçenek haline getirdi.

Buna ek olarak, bu bölgedeki bazı ekonomiler küresel değer zinciri ticaretinde Çin'den daha güçlü bir karşılaştırmalı avantaja ve ABD ve AB ile güçlü bir ticari tamamlayıcılığa sahip. Üretimi yakın ticari ortaklara kaydırma bakımından özellikle bu bölgede Endonezya, Vietnam ve Malezya önemli bir avantaja sahip görünüyor ve bu bölgelere artan doğrudan yatırım girişleri de durumu teyit edici görünüyor. Genel olarak, ASEAN (Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği) üyesi ülkeler imalatta giderek daha önemli bir rol oynuyor ve yeşil geçiş bağlamında önemli bir potansiyele sahip.

**ABD ticaret açığına bakıldığında, daha yüksek maliyetlere rağmen Çin'den diğer ekonomilere, özellikle Asya, Meksika, Kanada ve Avrupa'ya doğru net bir kayma olduğu görülüyor.** 2023 yılının ikinci çeyreğinde ABD'nin toplam ticaret açığı GSYH'nin %3,1'ine (bir önceki çeyreğe göre 0,3 puan artış) genişledi. Çin ve Hindistan hariç Asya-Pasifik, ABD ticaret açığının üçte birinden fazlasıyla (GSYH'nin %-1,1'i) en büyük paya sahip olurken, onu Çin (GSYH'nin %-0,9'u) ve Meksika (GSYH'nin %-0,6'sı) takip ediyor. 2018 yılının ilk çeyreği ile 2023 yılının 2. çeyreği arasındaki döneme baktığımızda, ABD'nin Çin ile ticaret açığının 0,7 puan azaldığını, Asya-Pasifik ile ticaret açığının 0,6 puan, Meksika ile 0,3 puan ve Kanada ile 0,2 puan genişlediğini görüyoruz. 2017 ve 2022 yılları arasında ABD'nin Çin'den yaptığı ithalatın toplam ithalat içindeki payı 5 puana yakın bir düşüşle %17,1'e gerilemiş olsa da Çin'den yapılan ithalattaki düşüşün büyük ölçüde Vietnam (2 puan artışla %4'e), Tayvan (1 puan artışla %2,8'e), Kanada, Hindistan, Tayland (0,6 puan artışla sırasıyla %13,3, %2,7 ve %1,9'a) ve Meksika'dan (0,5 puan artışla %13,6'ya) artan ithalatla telafi edildiği görülüyor<sup>6</sup>.

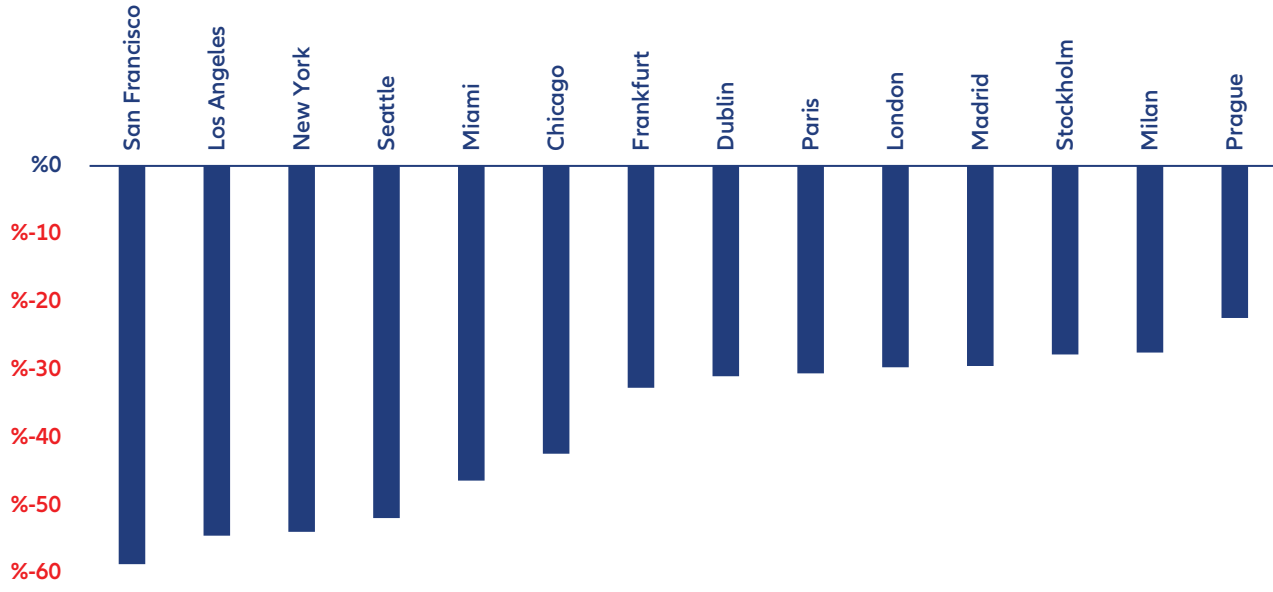
**Ancak ABD üretiminin Çin'den tamamen bağımsız olması söz konusu değildir: Küresel tedarik zincirindeki karşılıklı bağlantılar nedeniyle ABD Çin'i nihai tedarikçilerinden biri olarak kabul etmeye mecbur.** ABD Asya-Pasifik bölgesindeki ana ticaret ortaklarını değiştirmiş olabilir, ancak Asya'nın yükselen ekonomileri için Çin'den yapılan ithalat toplam ithalatın en büyük payını oluşturuyor. Örneğin Kamboçya %35, Vietnam %33 ve Tayland'da %23'e yakın... Ayrıca, ABD'nin toplam ithalatında pazar paylarını artıran ekonomiler, Çin'den yaptıkları ithalatta da kendi paylarını artırmış durumda. Bu ekonomilerin ticaret modellerindeki büyümeye daha yakından bakıldığında, söz konusu ülkelerden ABD'ye yapılan ihracattaki büyüme ile bu ülkelerin Çin'den yaptığı ithalattaki büyüme arasında pozitif bir korelasyon olduğu görülüyor. Bu durum, ABD'nin Çin'e olan 'doğrudan bağımlılığını' başarılı bir şekilde azaltmış olmasına rağmen, hâlâ dolaylı olarak Çin'in mallarını satın almakta olduğu gerçeğine ışık tutuyor.

## Şirketler yüksek getiri ortamını sindiriyor

**Yükselen faiz oranlarıyla karşı karşıya kalan şirketler, stratejilerini potansiyel olumsuz etkileri hafifletecek şekilde uyarlıyor.** Artan borçlanma maliyeti, daha yüksek temerrüt oranlarına ilişkin endişeleri artırdı. Ancak son veriler çoğu ülkede iflaslarda bir artış olduğunu gösterse de, iflas edenlerin çoğunlukla küçük firmalar olması nedeniyle toplam zarar bakımından riskler kontrol altında görünüyor. Büyük şirketlerin nispeten güçlü konumda kalmasını sağlayan çeşitli faktörler oldu. İlk olarak, bu şirketler borçlarını artırmadı: Atlantik'in her iki yakasında da kaldıraç oranları 2018-2019 ortalaması ile aynı seviyede. İkinci olarak, firmalar artan faiz giderlerini azaltmak için daha kısa vadelerde borçlanıyor. Şirket tahvillerinin ortalama vadesi son birkaç yıldır sürekli olarak düşüşte; bunun sonucunda hem ABD hem de Avrupa'daki büyük şirketler için faiz karşılama oranı %9'a yakın kalıyor. Bununla birlikte, küçük şirketler için bazı riskler mevcut: gayrimenkul, inşaat sektörü, kamu hizmetleri ve yenilenebilir enerji önemli zorluklarla karşı karşıya. Özellikle gayrimenkul ve yenilenebilir enerji, yüksek oranlardaki varlık devalüasyonlarının, özellikle de ofis ve rüzgar enerjisi üretimi bileşenlerinin bedelini ödüyor ve bu da finansman sorunlarına yol açıyor (Şekil 10)

<sup>6</sup> Ne izlemeliyim 24 Kasım 2023 (allianz.com)

şekil 8: Ofis emlak değeri (% değişim 3 2023 - 2 2022)



Kaynaklar: Green Street, Allianz Araştırma







# Sermaye piyasaları görünümü

Faizler politika eksenini ve arz arasında sıkışırken,  
riskli varlıkları zorlu bir test bekliyor

**Para politikasındaki değişimlere rağmen özellikle ABD'de arz yönlü faktörlerin yukarı yönde baskı yaptığı uzun vadeli faiz oranlarında 2024 yılında önemli ölçüde bir düşüş olmayacaktır.** 2023 yılında, merkez bankalarının para politikalarını agresif şekilde sıkılaştırması ve faiz oranlarının daha uzun süre yüksek kalacağına dair beklentiler, getirileri 10 yıldan fazla bir süredir görmediğimiz seviyelere itti. Önümüzdeki dönemde, para politikası yön değiştirecek olsa bile faiz seviyelerinde belirgin bir değişiklik öngörmüyoruz. Sonuçta, 2025 yılında ulaşılabilecek nihai oranlar, son 10 yılda tanık olunan sıfır ve hatta negatif faiz politikasının çok üzerinde. Ayrıca yüksek bütçe açıkları ve devam eden parasal sıkılaştırma nedeniyle devlet tahvillerinin aşırı arzı, getirilerin mevcut seviyelerden çok fazla gerilemesini engelleyecektir.

**Alman getirileri son dönemde adil değer tahminlerimizin oldukça altına itildi.**

Bu düşüş birkaç faktörle açıklanabilir. İlk olarak, euro bölgesinde potansiyel olarak daha şiddetli bir ekonomik gerileme beklentisi hakim ve bu da güvenli liman varlıklarına olan talebi artırıyor. İkinci olarak, piyasa 2024 yılında güçlü parasal genişleme önlemleri bekliyor. Son olarak, Almanya'daki mali kısıtlamalar beklenen tahvil arzını azalttı. AMB'den daha az faiz indirim ve 2024 yılının ikinci yarısında sadece ılımlı bir ekonomik gerileme ve ardından bir toparlanma öngördüğümüz için, Alman borçlanmasına yönelik mevcut aşırı güvenli liman talebinin abartılmış olabileceğine inanıyoruz. Sonuç olarak, Alman getirilerinin 2025 yılında tekrar düşmeden önce 2024 yılında mevcut seviyelerinden mütevazı bir artış görmesini bekliyoruz.

**İtalyan devlet tahvili piyasası "eski" endişelerle çalkalandıktan sonra istikrara kavuştu.** Büyük kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen sonbahar dönemi derecelendirme faaliyetlerinde, korkulan not indirimleri gelmedi ve İtalyan tahvil piyasasındaki baskılar bir miktar hafifledi. Nitekim ekim ayında daha düşük büyüme ve daha yüksek bütçe açığı öngören Taslak Bütçe Planı açıklandığında spread'ler genişledi. Ayrıca 2023 yılı ikinci yarısında ihraç edilen perakende odaklı devlet senetleri yurt içinde iyi bir iştahla karşılandı ve AMB'nin niceliksel sıkılaştırmasından daha fazla rahatlama sağladı.

**Enflasyon ve para politikasına ilişkin belirsizliklerin azalmasıyla faiz piyasalarındaki oynaklık da azalacaktır.** 2023 yılında tahvil piyasasındaki oynaklık, Küresel Finansal Kriz, Covid-19 salgını veya Rusya'nın Ukrayna'ya saldırısının başlangıcına benzer tipik ekonomik şok dönemlerindeki seviyelerdeydi. Analizimiz, bu sürekli oynaklığın geçen yılki baskın enflasyon endişelerinden ziyade büyük ölçüde artan para politikası belirsizliğinden kaynaklandığını gösteriyor. 2024 yılında enflasyon ve para politikası patikalarına ilişkin belirsizlikler azaldıkça oran oynaklığında gözle görülür bir düşüş bekliyoruz.

**ABD doları kısa vadede nispeten güçlü kalmaya devam edecek ve 2024 yılının 2. çeyreğinden itibaren kademeli bir düzeltme sürecine girecektir.** Olumlu büyüme dinamiklerinin kısa vadede ivmesini korumasını ve yüksek faiz oranlarının kısa vadede doları desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Sonrasında ABD ekonomisi için yumuşak iniş senaryomuz, Fed'in parasal gevşeme döngüsüne başlaması ve küresel görünümün iyileşmesi yani küresel ticaretin yeniden başlaması ve Çin tarafında büyük kazalar gerçekleşmeden ekonomik koşulların daha iyi hâle gelmesi, piyasalardaki risk duyarlılığını destekleyecek ve özellikle 2. çeyrekte ABD doları üzerinde baskı oluşturacaktır. İyileşen küresel ortam, euro bölgesinde özellikle de Almanya'da nispeten daha iyi büyüme koşulları ve faiz oranı farkı (şu anda ECB'den yalnızca 50 baz puanlık bir faiz indirimi bekliyoruz) Euro'nun avantajına olacaktır.

Bununla birlikte resesyon risklerinin göz ardı edilemeyecek düzeyde olması nedeniyle Euro için aşağı yönlü risklerin de yüksek olduğunu ve bu durumun AMB'nin yılın ilk yarısında daha belirgin bir parasal genişleme döngüsü başlatmasına neden olabileceğini not ediyoruz. Ayrıca enerji krizi şu anda masadan kalkmış durumda, ancak jeopolitik risklerin yeniden yükselmesi halinde yeniden gündeme gelebilir. Orta vadede, ticaret hadlerine<sup>7</sup> yönelik şartların daha olumsuz olması başta olmak üzere bazı yapısal sorunlar da para biriminin aleyhine işliyor.

**Yapay zeka piyasalarının sakinleşmesi ve para politikası patikalarına yönelik belirsizlik, gelişmiş ekonomilerin hisse senedi piyasalarında heyecan verici bir yılın yaşanmasına neden olacak, ancak getiriler çok daha az heyecan verici olacak.** Gelişmiş ekonomilerin hisse senedi piyasaları, zorlu geçen 2022 yılının ardından 2023'te beklentilerin üzerinde performans gösterdi. S&P 500 performansının çoğu bir avuç hisse senedi (Şekil 11) ve Yapay Zeka (AI)<sup>8</sup> heyecanıyla açıklanabilirken, çok daha az teknolojik ve daha az konsantre Euro Stoxx<sup>9</sup> endeksinin de bu yıl %20'ye yakın bir kazanca işaret etmesi bekleniyor. Bunda, ekonomik toparlanmaya yönelik beklentiler nispeten daha ucuz hisselerde ve gelecek yıl politika kesintilerinin agresif bir şekilde fiyatlanması etkili oldu. 2024 yılında her iki itici güç de teste tabii olacak ve özellikle euro bölgesinde faiz indirimlerine ilişkin piyasa iyimserliği azaldıkça yılın ilk yarısında volatilité artarak hafif bir düzeltmeye yol açabilecek. Yılın 2. yarısında makroekonomik koşulların iyileşmesi ve ilk indirimlerin gelmesiyle önceki kayıplar telafi edilecek, ancak ciddi tırmanışlar olmayacak ve ABD'nin Euro Bölgesi'nden biraz daha iyi performans göstermesiyle yıllık performans 2024 yılında %5 civarında kalacak. 2025 yılında, hem ABD'de hem de euro bölgesinde daha fazla faiz indirimi ve daha yüksek büyüme ile fiyatların %10 civarında artacağı mütevazı bir tırmanışa şahit olabiliriz. Pahalı değerlemeler ve yeni düzenlemelerin etkisiyle ilgili endişeler nedeniyle yapay zeka umutlarının azalması ve örneğin sanayi gibi diğer sektörlerin desteklerinin artmasıyla ABD piyasalarında daha dengeli bir büyüme bekliyoruz.

<sup>7</sup> Ticaret Haddi, ihracat birim değer endeksinin ithalat birim değer endeksine oranıdır.

<sup>8</sup> Yapay zeka (henüz) kazançlarının birincil itici gücü olmasa da, bu şirketlerden bazıları yapay zekanın geliştirilmesinde ve/veya uygulanmasında önemli bir rol oynamaktadır.

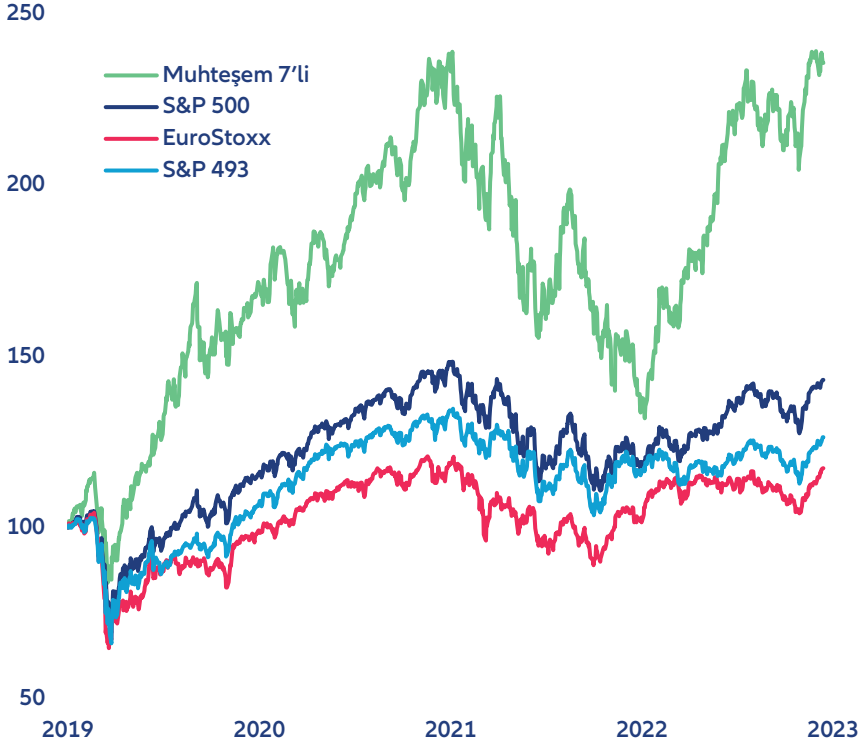
<sup>9</sup> Euro Stoxx 600'ün yalnızca Euro Bölgesi ülkelerinde listelenen şirketlerden oluşan bir alt kümesiyle çalışıyoruz.

Tablo 3: Sermaye piyasası tahminleri

Yıl sonu rakamları	Son	Birim	2022	2023t	2024t	2025t
<b>Euro Bölgesi</b>						
<b>Kamu Borcu</b>						
Politika faiz oranı (AMB mevduat oranı)	4.00	%	2.00	4.00	3.50	2.75
10 yıllık getiri (Bunds)	2.13	%	2.56	2.20	2.40	2.30
10 yıllık EUR swap oranı	2.68	%	3.14	2.70	2.90	2.70
<i>İtalya 10 yıllık devlet tahvili spreadi</i>	169	bps	213	170	150	140
<i>Fransa 10 yıllık devlet tahvili spreadi</i>	52	bps	55	50	40	40
<i>İspanya 10 yıllık devlet tahvili spreadi</i>	96	bps	109	100	80	70
<b>Kurumsal Borç</b>						
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	136	bps	166	140	140	125
Yüksek getirili kredi spreadleri	397	bps	494	410	430	390
<b>Hisse Senetleri</b>						
Eurostoxx (yıllık toplam getiri)	20 ytd	%	-12	19	4	9
<b>ABD</b>						
<b>Kamu Borcu</b>						
Politika faiz oranı (üst)	5.50	%	4.50	5.50	4.50	3.75
10 yıllık getiri (hazine kağıtları)	3.91	%	3.83	4.10	3.80	3.60
<b>Kurumsal Borç</b>						
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	104	bps	138	115	115	110
Yüksek getirili kredi spreadleri	347	bps	479	370	410	350
<b>Hisse Senetleri</b>						
S&P 500 (yıllık toplam getiri)	25 ytd	%	-18	24	6	11
<b>Birleşik Krallık</b>						
<b>Kamu Borcu</b>						
Politika faiz oranı	5.25	%	3.50	5.25	4.75	4.00
10 yıllık devlet tahvili getirisi	3.79	%	3.67	3.80	3.90	3.60
<b>Kurumsal Borç</b>						
Yatırım seviyesindeki kredi spreadleri	134	bps	192	140	140	130
Yüksek getirili kredi spreadleri	504	bps	663	525	550	475
<b>Hisse Senetleri</b>						
FTSE 100 (yıllık toplam getiri)	7 ytd	%	5	6	4	8
<b>Gelişmekte Olan Pazarlar</b>						
<b>Kamu Borcu</b>						
Yerel para USD spread	231	bps	273	235	230	210
Yerel para cinsinden getiri	6.42	%	6.86	6.60	6.10	5.60
<b>Hisse Senetleri</b>						
MSCI EM (yıllık toplam getiri USDt)	7 ytd	%	-20	6	5	10
<b>Diğerleri</b>						
EUR USD	1.10	\$ per €	1.07	1.09	1.12	1.14

Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

Şekil 11: Başlıca ABD ve Euro Bölgesi hisse senedi endekslerinin performansı. 31/12/2019 = 100 olacak şekilde yeniden ayarlanmıştır.



Kaynaklar: LSEG Datastream, Allianz Araştırma

**Kurumsal kredi spread'leri, keskin sıkılaştırma döngüsüne rağmen 2023 yılında beklenenden daha iyi performans gösterdi.** SVB (Silikon Vadisi Bankası) sonrası çalkantılar haricinde, spread'ler risksiz varlıklardaki yüksek getirilere kıyasla nispeten düşük seviyelerde kaldı. Özellikle ağustos ve ekim ayları arasında "faizlerin daha uzun süre yüksek kalacağına" ilişkin satışlar sırasında devlet tahvilleri getirilerindeki artışa kıyasla genişlemenin sınırlı kalması dikkat çekicidir. Bu direnç, piyasaların yumuşak inişe inanmaya devam ettiği şeklinde özetlenebilir. Kusursuz dezenflasyon ve düşük faizli yıllar boyunca oluşturulan tamponlar, para politikası aktarım mekanizması şirket bilançolarını tam olarak etkilemeden ve ekonomide büyük çatlaklar yaşanmadan önce merkez bankalarının faizleri normalleştirmesine izin verecektir.

**Ancak her parıldayan şey altın değildir. Son derece yapıcı bir baskın görüş ile ince detaylar yani piyasa segmentlerindeki potansiyel kayıplar arasında bir ayırım yapmak önemli.** Büyük resme baktığımızda, faiz indirimleri konusunda piyasalar kadar iyimser olmasak da özellikle euro bölgesinde yatırım yapılabilir seviyedeki şirketlerin spread'lerinin yılı bugünküne benzer seviyelerde kapatacağını öngörüyoruz (US IG: 115bps, EZ IG: 140bps). Prensipde bu, spread'lerde çok az hareketin olacağı bir yıla işaret etse de yılın ilk yarısında kredi spread'leri genişledikçe giriş fırsatları olacağını düşünüyoruz. Politika faizi indirimlerine yönelik aşırı iyimserlikte bir düzeltme, ekonominin hızlanmasının ancak yılın ikinci yarısında başlayacağı gerçeği ve bu arada faiz oranlarının daha uzun süre yüksek kalmasının etkileri diğer bir ifade ile refinansman yolunda ilerlerken artan faiz giderleri, yatırımcılar arasında bazı endişeler yaratacaktır. Yılın 2. yarısında başlayacak kademeli sıkılaştırma 2025 yılına uzanacaktır (yıl sonu IG spread'leri: ABD'de 110bps ve EZ'de 125bps).

## Yüzeyin altında finansal çatlaklar ve likidite sıkışıklığı devam edecek

**Mart 2023'te yaşanan SVB bankacılık krizi, finansal riskin ne kadar hızlı gerçekleşebileceğini ama aynı zamanda politika yapıcıların ne kadar hızlı devreye girdiğini gösterdi.** Politika faizlerinin tarihi zirvelere ulaşması (AMB) ve benzeri görülmemiş hızlarda artması (Fed) ile birlikte finansal sektör risklerinin patlak vermesi kaçınılmaz ve muhtemelen devam edecek. Bilançoların her iki tarafı olan varlıklar, yükümlülükler üzerinde de durmak gerekiyor. Varlık tarafından bakılacak olursa, hızla yükselen faiz oranları nedeniyle değer kaybeden uzun vadeli tahviller ve bu varlıklara sahip bankalar ve sigortacıların aynı nedenle maruz kaldığı gerçekleşmemiş önemli sabit gelir kayıpları varlık tarafındaki kırılganlıklar arasında yer alıyor. Bloomberg toplam tahvil endeksi, tüm tahvillerin piyasa değerinin nominal değerinin 7 trilyon dolar üzerindeyken 5 trilyon dolar altına düştüğüne işaret ediyor. Bu da söz konusu varlık sahiplerinin bir yıldan biraz daha uzun bir süre içinde yaklaşık 12 trilyon dolar kaybettiği anlamına geliyor. SVB bu kayıpların acı bir şekilde gerçekleştiği örneklerden biriydi. Diğer yandan kriz, parasal kısıtlama dönemlerinde bile son çare mercisinin (Lender of Last Resort) etkin olabileceğini gösterdi. Fed'in kritik bir anda ve bir hafta sonu içinde Banka Vadeli Fonlama Programı'nı hızlı bir şekilde uygulamaya koyması olası bir bankalara hucüm krizini önledi. Cömert borçlanma koşulları sunan bu program, mevduat sigortasının 250.000 dolardan sınırsız miktara çıkarılmasıyla birleşerek SVB'nin ötesinde mevduat sahiplerine güven anlamında güçlü bir sinyal verdi. Yükümlülükler tarafından bakılacak olunursa, borçların yeniden finansman edilmesine yönelik zorluklar özellikle gayrimenkul gibi yüksek borçlu sektörleri ve yüksek getiri ortamında kârlı olmayan şirketleri etkileyecek gibi. Bu sorunlar, ticari gayrimenkul sektörü için daha da belirgin çünkü evden çalışma trendi sektör gelirlerini azaltıyor ve enflasyon kaynaklı parasal sıkılaştırma nedeniyle borçlanma maliyetleri artıyor. Avusturya'nın en büyük özel gayrimenkul şirketi Signa'nın yakın zamanda iflas etmesi bu baskıların yol açabileceği durumlara bir örnek.

**İleriye yönelik, SVB veya Signa'ya benzer örneklerin yaşanma riski yüksek kalmaya devam ediyor.** Ancak bu risklerin sınırlı kalmasını bekliyor ve sistemik bir krizi tetiklemesini olası bulmuyoruz. Bunun nedenlerinden biri, merkez bankalarının 2024 yılında para politikası ekseninde değişikliğine giderek frene basmaya başlaması. İkincisi, bir kriz durumunda hem maliye hem de para politikası yapıcılarının hazırda bekliyor olması. Üçüncüsü, 2007 benzeri bir konut krizinin tekrarlanacağını düşünmüyor olmamız. Birçok piyasada talep arzdan fazla olduğu için konut fiyatlarının mevcut seviyelerden çok daha fazla düşmesi olası değil ve konut piyasasında yaşanan mevcut düzeltme kaynaklı olumsuz servet etkileri, konut kredisi ve diğer tüketici borçlanmalarının çok daha büyük olduğu 2007 yılına kıyasla daha hafif olacaktır.



A close-up photograph of several hands of different skin tones touching the rough bark of a tree trunk. The hands are stacked vertically, symbolizing unity and teamwork. The background is a lush green forest with sunlight filtering through the leaves.

Ekibimiz

**Baş Ekonomist**  
**Allianz SE**



Ludovic Subran  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Ekonomik Araştırmalar**  
**Bölümü Başkanı**  
**Allianz Trade**



Ana Boata  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

**Sigorta, Varlık ve Trend**  
**Araştırmaları Başkanı**  
**Allianz SE**



Arne Holzhausen  
[arne.holzhausen@allianz.com](mailto:arne.holzhausen@allianz.com)

**Makroekonomik Araştırma**



Maxime Darmet Cucchiarini  
ABD ve Fransa Kıdemli Ekonomisti  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)



Roberta Fortes  
İbero-Latin Amerika Kıdemli Ekonomisti  
[roberta.fortes@allianz-trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)



Jasmin Gröschl  
Avrupa Kıdemli Ekonomisti  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)



Françoise Huang  
Asya Pasifik Kıdemli Ekonomisti  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)



Maddalena Martini  
İtalya ve Yunanistan Kıdemli Ekonomisti  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)



Luca Moneta  
Afrika ve Orta Doğu Kıdemli Ekonomisti  
[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)



Manfred Stamer  
Orta Doğu ve Gelişmekte Olan  
Avrupa Kıdemli Ekonomisti  
[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

**Kurumsal Araştırma**



Ano Kuhanathan  
Kurumsal Araştırma Başkanı  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)



Aurélien Duthoit  
Kıdemli Sektör Danışmanı, B2C  
[aurelien.duthoit@allianz-trade.com](mailto:aurelien.duthoit@allianz-trade.com)



Maria Latorre  
Sektör Danışmanı, B2B  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)



Maxime Lemerle  
İflas Araştırmaları, Baş Danışman  
[maxime.lemerle@allianz-trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

**Sermaye Piyasası Araştırmaları**



Jordi Basco Carrera  
Baş Yatırım Stratejisti  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)



Bjoern Griesbach  
Kıdemli Yatırım Stratejisti  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)



Pablo Espinosa Uriel  
Yatırım Stratejisti,  
Gelişmekte Olan Piyasalar ve Alternatif Varlıklar  
[pablo.espinosa-urriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)

**Sigorta, Servet ve Trend Araştırması**



Michaela Grimm  
Kıdemli Ekonomist,  
Demografi ve Sosyal Koruma  
[michaela.grimm@allianz.com](mailto:michaela.grimm@allianz.com)



Patricia Pelayo-Romero  
Ekonomist, Sigorta ve ÇSY  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)



Kathrin Stoffel  
Ekonomist, Sigorta ve Varlık  
[kathrin.stoffel@allianz.com](mailto:kathrin.stoffel@allianz.com)



Markus Zimmer  
Kıdemli Ekonomist, ÇSY  
[markus.zimmer@allianz.com](mailto:markus.zimmer@allianz.com)

# Son Yayınlananlar

- 08/12/2023 | [What to watch](#)
- 30/11/2023 | [What to watch](#)
- 29/11/2023 | [Climate fatigue: Allianz Climate Literacy Survey 2023](#)
- 24/11/2023 | [What to watch](#)
- 23/11/2023 | [Food industry: Gravy for corporates, leftovers for consumers?](#)
- 17/11/2023 | [What to watch](#)
- 16/11/2023 | [Global construction outlook: Liquidity cracks](#)
- 10/11/2023 | [What to watch](#)
- 09/11/2023 | [India: A rising star](#)
- 03/11/2023 | [What to watch](#)
- 31/10/2023 | [Greening global trade, one container at a time](#)
- 27/10/2023 | [What to watch](#)
- 26/10/2023 | [A bolt from the blue? Amplified social risk ahead](#)
- 19/10/2023 | [What to watch](#)
- 18/10/2023 | [Global Insolvency Outlook 2023-25](#)
- 13/10/2023 | [What to watch](#)
- 12/10/2023 | [Going together and going far – Powering Africa’s economic and social potential](#)
- 04/10/2023 | [Global Economic Outlook 2023-2025: The last hike?](#)
- 26/09/2023 | [Allianz Global Wealth Report 2023: The next chapter](#)
- 21/09/2023 | [All eyes on fiscal in the Eurozone](#)
- 14/09/2023 | [Germany needs more than a plan](#)
- 12/09/2023 | [Sector Atlas](#)
- 07/09/2023 | [A slow landing for china](#)
- 05/09/2023 | [Is diversification dead?](#)
- 04/08/2023 | [Global boiling: Heatwave may have cost 0.6pp of GDP](#)
- 01/08/2023 | [Critical raw materials- Is Europe ready to go back to the future?](#)
- 28/07/2023 | [US & Eurozone growth defying gravity](#)
- 27/07/2023 | [Playing with a squared ball: the financial literacy gender gap](#)
- 21/07/2023 | [US immaculate disinflation: How much should we thank the Fed for?](#)
- 20/07/2023 | [Back to the beach: Tourism rebound in Southern Europe?](#)
- 13/07/2023 | [A new Eurozone doom loop?](#)
- 12/07/2023 | [European Retail: a cocktail of lower spending and tighter funding](#)
- 06/07/2023 | [Eurozone convergence: two steps forward, one step back](#)
- 04/07/2023 | [More emission, than meet the eye: Decarbonizing the ICT sector](#)
- 29/06/2023 | [De-dollarization? Not so fast...](#)
- 27/06/2023 | [Toasted, roasted and grilled? Walking the talk on green monetary policy](#)
- 20/06/2023 | [Climbing the wall of worries - Summer Economic Outlook](#)
- 16/06/2023 | [Automotive industry unpugged ?](#)

## Yayınlar Direktörü

Ludovic Subran  
Allianz Araştırma Baş Ekonomisti  
Telefon +49 89 3800 7859

## Allianz Grup Ekonomik Araştırmalar

[https://www.allianz.com/en/economic\\_research](https://www.allianz.com/en/economic_research)  
<http://www.allianz-trade.com/economic-research>  
Königinstraße 28 | 80802 Münih | Almanya  
allianz.research@allianz.com


 @allianz

 allianz

## Allianz Ticaret Ekonomik Araştırma

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

 @allianz-trade

 allianz-trade

## Allianz Araştırma Hakkında

Allianz Araştırma, Allianz Grubu Ekonomik Araştırma ve Allianz Trade'in Ekonomik Araştırma departmanını kapsar.

## İleriye 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 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 sigortalanmış zarar olaylarının sıklığı ve şiddeti ve zarar giderlerinin ortaya çıkması, (iv) ölüm ve hastalık seviyeleri ve eğilimleri, (v) kalıcılık seviyeleri, (vi) özellikle bankacılık sektöründe, ödeme temerrütlerinin büyüklüğü, (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, terör faaliyetleri ve bunların bir sonucu olarak ortaya çıkma olasılığı daha yüksektir veya böyle bir durumda bu faktörlerin birçoğu daha belirgin/şiddetli bir şekilde ortaya çıkacaktır.

## Güncelleme Sorumluluğu Yoktur

Şirket, işbu yazıda geçen ileriye dönük herhangi bir bilginin güncellenmesine yönelik bir zorunluluk kabul etmez. Yasalarca açıklanması gereken her türlü bilgi için belgeyi kaydetme sorumluluğu tarafınıza aittir.

Allianz Trade, Euler Hermes tarafından sağlanan bir dizi hizmeti belirtmek için kullanılan ticari markadır.

Bu Allianz Trade materyali yalnızca bilgi amaçlı yayınlanmıştır ve herhangi bir özel tavsiye sağladığı düşünülmemelidir.