



Doç. Dr. Deren Ünalmiş
27.02.2024

Küresel Ekonomi Açısından 2023 Yılıın Değerlendirilmesi ve 2024 Yılından Beklentiler

- 2023 yılındaki en ilginç gelişme küresel ekonominin parasal ve finansal şoklara dayanıklılığı oldu. Yıl sonuna kadar geçen sürede gelişmiş ülke merkez bankaları tarihte görülmemiş bir hızla faiz artırdılar. Şubat 2024 itibarıyla politika faizi ABD’de %5.5, Avrupa para birliğinde %4, İngiltere’de %5.25 ve artık ilave faiz artırımını beklenmiyor.
- 2022-23 yıllarındaki faiz artırım sürecinin etkileri geçmişten farklı idi, 2023 yılında enflasyon düşmesine karşın ekonomik aktivite ve iç talep öngörüldüğü kadar yavaşlamadı ve özellikle işgücü piyasaları bu duruma fazla tepki vermedi. Sert iniş (hard landing) olasılığından korkulsa da bu gerçekleşmedi. Mevcut göstergeler güçlü parasal sıkılaşmaya rağmen küresel aktivite açısından yumuşak inişe (soft landing) işaret ediyor. Ekonomilerdeki bu dayanıklılık neden kaynaklandı?
- Küresel aktiviteye baktığımızda, yılın ikinci yarısında gerek talep gerekse arz koşulları gelişmiş ülkeleri olumlu etkiledi. Talep tarafında özel ve kamu harcamaları, sıkı parasal koşullara rağmen devam etti. Arz tarafında işgücüne katılımdaki artış ve küresel arz zincirlerinin yeniden yapılanması ekonomileri destekledi. Önümüzdeki dönemde parasal sıkılaşmanın etkileri ve jeopolitik belirsizlikler devam edecek de olsa, IMF WEO raporunda 2024 için küresel büyüme tahminini bir miktar (0.2 puan) yukarı yönlü revize etti ve %3.1 olarak açıkladı (2025 için de %3.2 bekleniyor).
- Küresel arz/tedarik zincirlerindeki bozulmayı Covid-19 döneminde yaşadık ve etkilerinin uzun sürdüğünü gördük. 2022 yılının ilk çeyreğinde Rusya Ukrayna savaşı başladıktan sonra da üretimin ve tedarik sürecinin aksamasıyla küresel enerji ve gıda fiyatlarında çok hızlı bir artış yaşandı. Doğalgaz fiyatlarındaki artıştan özellikle Avrupa ülkeleri çok etkilendi. Enflasyon Avrupa’da 2022 yılının ikinci yarısında %11’in üzerini gördü, ABD’de 2022 ortasında %9’u gördü. Ardından arz zincirinin yeniden yapılanması ile birlikte bunun düzeltilmesini gördük. Fiyatlar hızlı düşüş sergiledi. Politika faizlerindeki hızlı artışın aktarımını fazla görmeden önce bu kanaldan olumlu bir gelişme yaşandı. Bu durum 1970lerdeki petrol şoku dönemine göre çok büyük farklılık. 1970lerde petrol fiyatları ve enflasyon uzunca süre yüksek kalmıştı, ciddi faiz artışları ile birlikte ekonomik aktivite de düştüğünden stagflasyon izlenmişti.
- Kısacası 2023 yılında küresel ekonomideki dayanıklılığın nedenleri başta enerji fiyatları olmak üzere emtia fiyatlarındaki hızlı düzelmeye ve küresel arz/tedarik zincirlerindeki iyileşme oldu. Bu faktörler enflasyonda hızlı bir iyileşme sağladı, aynı zamanda ekonomik aktiviteye de olumlu yansıdı. Gıda ve enerji başta olmak üzere küresel emtia fiyatlarındaki gerileme manşet enflasyonun kademeli olarak düşmesini sağlarken, küresel arz zincirlerindeki düzelmeye de (enerji ve gıda gibi oynak kalemleri dışlayan) çekirdek enflasyonun gerilemesini sağladı. Ocak ayı itibarıyla Avrupa ve ABD’de çekirdek enflasyon %4’ün altına, manşet enflasyonlar da %3’ün altına geriledi (ABD için

kişisel tüketim harcamaları-PCE enflasyonu). Enflasyon beklentilerinde de iyileşme hızlı oldu. Bir yıl sonrası için enflasyon beklentilerinin ABD için faiz artışlarına paralel olarak hızla hedef enflasyona yakınsadığını gördük. Avrupa'da bir yıl sonrası henüz %3'ün üzerinde olsa da üç yıl sonrası için beklentiler %2 hedefine yakınsamış durumda. Beklentilerin kontrol altında olması ücret-fiyat döngüsünün kırılmasına yardımcı oluyor.

- Gelişmekte olan ülkeler de dayanıklılıklarını gösterdi, hatta bazı Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeleri gelişmiş ülkeleri beklemeden 2023'ün ikinci yarısında faiz indirmeye başladılar. IMF'de yapılan bazı güncel çalışmalar GOÜ'lerin GÜ'lerin faizlerine duyarlılıklarının azaldığını ortaya koyuyor.
- 2023 yılında yaşanan ikinci önemli gelişme Mart ayında ABD'de yaşanan finansal çalkantı. Bu neden önemliydi? Bu ufak çaplı kriz bize orta ölçekli bir iki banka finansal zorluk çekince sistemde nasıl hızlı şekilde güven kaybı olabildiğini göstermesi açısından çarpıcı. Kriz dönemlerinde finansal sistem bütün olarak sağlıklı olsa da zor durumdaki bir iki banka sistemin sağlığını tehdit edebiliyor. Kriz orta ölçekli bazı bankaların (Silvergate, Silicon Valley Bank-SVB, Signature Bank, First Republic Bank) yaşadığı finansal sıkıntılardan kaynaklandı. Bu bankalar kaynaklarının önemli bir kısmını kripto para piyasasına ve hazine tahvillerine yatırmıştı. Öncesinde Çin ve birkaç ülke daha kripto paraların kullanımını yasaklamıştı. Kripto paraların değerinin düşmesi ve Fed'in hızlı faiz artışı (Fed Mart 2022-Mart 2023 arasında 4.5 puan ile faiz artışının büyük kısmını yapmıştı) bankaların yüklü miktarda zarar etmesine neden oldu ve bankalar iflas açıkladı. SVB gibi First Republic Bank da kurumsal müşterilerin büyük mevduatlarını barındırıyordu ve bunların neredeyse tamamı mevduat sigortasına tabi olmayan mevduatlardı. Bu durum panik havasını artıran bir faktör oldu.
- Bu olayın bir başka önemi de dijitalleşmenin her geçen gün arttığı günümüz koşullarında yaşanmış olması. Dijitalleşen finansal sistem daha hızlı para çekilişleri anlamına geliyor (bank-run dediğimiz durum saniyeler içerisinde gerçekleşebiliyor). Ancak kriz çok hızlı bir şekilde çözüme kavuşturuldu ve korkulan yaşanmadı. Bu durumda küresel kriz sonrası uygulamaya konan makroihtiyati çerçeve, Fed'in ve Hazinesin hızlı önlemleri etkili oldu. Küresel kriz sonrası makroihtiyati çerçeve özellikle büyük bankaların sermaye yapılarının çok daha güçlü olmasını gerektirdi, bu da onları şoklara dayanıklı hale getirdi. Mart ayında Fed ve ABD Hazinesi piyasaya likidite ve güven sağlamak için çok hızlı ve güçlü müdahaleler yaptı, ayrıca iflas eden bankalar kamu yetkililerinin yönlendirmesiyle büyük ve güçlü bankalar tarafından satın alındı. ABD'deki bankacılık krizinin kısa süreli de olsa dünyaya da yansımaları oldu, finansal sorunlar yaşayan Credit Suisse de iflas etti ve rakip bir banka tarafından devralındı.
- Genel itibarıyla bakıldığında, çok hızlı faiz artışlarına ve savaşlara rağmen şu ana kadar küresel bankacılık sistemi oldukça dayanıklı olduğunu gösterdi. Hanehalkı ve firma bilançoları da faizlerdeki hızlı artışa rağmen güçlü kaldı. Bunu gelişmiş ülke bankalarının sorunlu kredilerinin tarihsel olarak düşük seyretmesinden anlıyoruz. İşsizlik oranları tarihsel olarak düşük, beklenen ekonomik yavaşlama gerçekleşmediği için firma karlılıkları da oldukça güçlü.
- 2024 yılında ABD ve AB'de sıkı para politikasının büyüme üzerindeki etkileri devam edecek. Para politikasının reel ekonomiye aktarımı finansal piyasalar üzerinden gerçekleşiyor. Gerek Avrupa'da gerekse ABD'de para politikasının finansal piyasalara aktarımının büyük ölçüde gerçekleşmiş olduğu tahmin ediliyor. Avrupa Para Birliğinde sıkılaştırmanın daha geç başlaması, hem de Avrupa'da aktarımın daha yavaş olması aktarımın tamamlanması için daha fazla zaman geçmesi gerektiğini ortaya koyuyor. Konut piyasalarına aktarımın da hızlı olduğu ve neredeyse tamamlandığı tahmin ediliyor. Reel ekonomiye aktarım Avrupa'da ABD'ye göre daha uzun sürebiliyor, bunun nedeni de banka kredi kanalının Avrupa'da daha önemli olması ve bu kanalın çalışmasının 2-3 çeyrek kadar

sürebilmesi. ABD’de ise banka kredilerinin rolünün sınırlı olduğunu, reel sektörün finansman bonusu ve tahvil ihraçlarının daha dominant olduğunu görüyoruz.

- Para politikası açısından bir dönüm noktasındayız. Gelişmiş ülke merkez bankalarının yıl içerisinde faiz indirimlerine başlayacaklarına kesin gözüyle bakılıyor. Piyasalar gelişmiş ülke merkez bankalarının hızlı bir şekilde faiz indirmesini bekliyor. Ama bunu söylemek için erken gibi. Para politikacılar takvime bakarak değil, veriye bakarak karar veriyor.
- Enflasyonda savaş henüz kazanılmış değil, hizmet enflasyonu halen çok yüksek. Ücret gelişmeleri hizmet enflasyonunda önemli rol oynuyor. Bunu düşürmek son adım ancak en zoru bu. Hizmet enflasyonu ABD’de %5 iken AB’de %4.5. Manşet enflasyonlar %2’e hızla yaklaşırsa da bu tarafta alınacak yol var. Enflasyonda Kovid-19 döneminden bu yana firmaların kar marjlarının (markupların) artmasının da etkili olduğu düşünülüyor. Bu konuda yayımlanan yeni bir BIS çalışması pandemiden bu yana birim ücrete göre markup etkisinin daha fazla arttığını gösteriyor.
- Güçlü talep 2023’te küresel büyümenin itici gücü oldu. Ancak buna neden olan faktörlerin yavaş yavaş ortadan kalktığını görüyoruz. Pandemi döneminde %10 kadar bir tasarruf fazlası olduğu tahmin ediliyor, bugüne kadar bu durum iç talebi güçlü tuttu, ancak artık tasarruf fazlasının sıfıra yaklaştığı tahmin ediliyor. İş gücü piyasasının sıkı olması, işsizlik oranlarının tarihsel olarak düşük olması kaynaklı olarak reel ücretler yüksek, ve bu da talebi destekleyen bir faktördü ancak işgücü piyasasındaki bu eğilim de yavaşlıyor. İç talebin yavaşlamasının beklendiği 2024 yılında faiz indirimlerinin yaşanacak olmasının iç talep açısından risklerin daha dengeli olduğunu ortaya koyuyor.
- İşgücü piyasalarının ABD ve Avrupa’da hala görece sıkı olduğu ortamda faiz indirimlerinin yılın ikinci yarısına sarkması mümkün görünüyor. Yine de küresel finansal kriz sonrasındaki düşük enflasyon dönemine göre faizlerin yüksek kalmasını bekliyoruz. Bu bir normalleşme olacak ancak küresel finansal kriz öncesine dönmek olarak düşünülebilir. Yani borçlanma maliyetleri son 15 yıla göre daha yüksek kalacak. Likit kalmanın önemi artacak.
- Küresel finansal kriz sonrası döneme, özellikle 2015-2021 dönemindeki düşük enflasyon düşük faiz dönemine tekrar dönmek zor. Bunun üç önemli yapısal neden olduğu söylenebilir (buna 3D de deniyor) deglobalization (ticaret savaşları, korumacılık, milliyetçilik, bölgesel çatışmalar), demographics (bazı gelişmiş ülkelerde nüfusun yaşlanması, ki ilgili akademik yazın çalışan nüfusun azalması durumunda enflasyonun arttığını buluyor), decarbonization (iklim şoku). Bunlara dair gelişmeler enflasyonda yukarı yönlü riskler olarak görülebilir. Küreselleşmenin artık bir platoya oturduğu ve bundan sonra geri dönüşler yaşanabileceği düşünülüyor. Ticarete korumacılık örneğine bakarsak, arz zincirlerini tamamen ülkeye geri getirmek oldukça maliyetli yatırımlar gerektiriyor ve üretim süreçlerinin etkinliğini azaltabilir. Bölgesel çatışmalar savunma harcamalarını artırabiliyor, ayrıca iklim krizini önleme amaçlı olarak AB’nin yeşil mutabakat çerçevesinde dönüşüm için yapacağı harcamalar, getirdiği karbon vergileri ve kısıtlamalar da fiyatları yukarı çekebilir.
- Dünyada para politikası ve maliye politikası aslında çok koordineli işliyor diyemeyiz. Maliye politikası henüz dezenflasyon sürecine pek destek vermedi. Bu tarafta da bir miktar sıkılaşıma olması enflasyondaki düşüşün kalıcı olmasında önemli rol oynayabilir. 2024 yılı seçimler yılı. Nüfus olarak bakıldığında dünyanın yarısının seçime gittiği bir yıl olacak. Bu durumda hükümet harcamalarının artmasını bekleriz. Gevşek maliye politikası uzun vadeli tahvil faizlerinin artmasına neden olabilir. Aynı zamanda para politikasının daha uzun süre sıkılaştırıcı tarafta kalması ihtiyacını ortaya çıkarabilir. Hükümetler halihazırda pandemi öncesine göre çok daha fazla borçlu durumdadır. Bu

durum sadece gelişmiş ülkeler için değil, dünyanın geri kalanı için de borçlanma maliyetlerini artıracak bir faktör. Artan borçlanma maliyetleri kamu maliyesine dair riskleri de artırıyor.

- Avrupa'nın 2023 sonunda onaylanan yeni bir maliye çerçevesi mevcut. Avrupa, borç oranlarını ve açıkları kademeli, gerçekçi, sürdürülebilir ve büyüme dostu bir şekilde azaltma yönündeki genel hedefi üzerinde mutabakata vardı. Bununla birlikte çerçevenin dijital, yeşil, sosyal veya savunma gibi stratejik alanlardaki reformları ve yatırım harcamalarından taviz vermediği anlaşılıyor. Söz konusu çerçeve çok yeni ve bu kapsamdaki uygulamaları önümüzdeki dönemde göreceğiz.
- ABD'de Trump'ın seçilmesi durumunda ABD Çin'den ithalata yüklü vergiler getirebilir (%60 gibi yüksek rakamlar telaffuz ediliyor). Bu da enflasyonist etkilere neden olabilir. Trump'ın seçilmesi ticaret savaşlarının tekrar başlamasına neden olabilir. Küresel dış ticarete zaten daralma var.
- Eğer güçlü kamu harcamaları ve ticaret politikaları nedeniyle enflasyon yüksek kalırsa, faizlerin de daha uzun süre yüksek kalması gerekebilir, bu da er geç büyümenin hızla yavaşlamasına yol açabilir. Bir başka deyişle enflasyonun düşürülemediği ortamda yüksek faizlerle ve stagflasyon ile de baş başa kalabiliriz. Böyle bir durumda finansal sistemin ve reel sektörün de uzun süren yüksek faiz ortamında ayakta kalabilmesi gerekiyor.
- 2020'deki pandemi şokundan bu yana çok fazla ve ciddi arz şokları dünya ekonomisini vurmaya başladı. Merkez bankaları bu nedenle faiz indirirken daha ihtiyatlı davranacaklardır. Çünkü önümüzdeki döneme ilişkin seçimler ve jeopolitik gerginlikler dahil sayısız belirsizlik var ve enflasyon çok hızlı geri gelebilir.
- Jeopolitik gelişmeler özellikle gelişmekte olan ülkeleri ticaret, turizm, yatırım ve sermaye yatırımı kanallarından olumsuz etkiliyor. Örneğin Ortadoğu ve Afrika ülkeleri İsrail-Hamas savaşı nedeniyle kızıl denizdeki gemi trafiğinin azalmasından olumsuz etkilendi (gemi trafiğinde %30 civarı azalma olduğu hesaplanıyor) ve bu ülkelere dair büyüme görünümü olumsuz etkilendi. Kızıl denizdeki saldırılar (Amerikan ve İngiliz gemilerine saldırılar oldu) bölgedeki nakliye maliyetlerini artırarak gecikmelere yol açıyor. Ayrıca ticarete daha uzun rotaların tercih edilmesine yol açarak taşıma ücretlerini ve dış ticaret hacmini de olumsuz etkiliyor. Kızıl denizdeki saldırılar nedeniyle taşıma maliyetlerinde gözlenen artış geçici olursa enflasyona önemli bir yukarı yönlü etkisinin olması beklenmiyor. Bunu zamanla göreceğiz. Şu an dünyada devam eden iki önemli savaş var. Ukrayna'daki savaşın yanında İsrail-Hamas savaşı da petrol ve gaz fiyatları üzerindeki belirsizlikleri artırıyor, küresel arz zincirlerinin işleyişini de tehdit ediyor.