

2024 YILINDA DÜNYA EKONOMİSİ VE JEPOLİTİK ORTAM: VASAT BİR YILDA STANDART SAPMALARA ÇOK DİKKAT

Giriş ve Özet

GADT 2024 öngörülerini dünya ekonomisi sathında yoğurup, jeopolitik gelişme ve riskleri varsayımlar ve düşük olasılıklı senaryolar bölümlerine sakladık. %65 olasılıklı temel senaryomuzda 2024 vasat bir yıl olacak. Yani, büyüme yüksek ölçüde atıl kapasite yaratırken, resesyon yok. Öte yanda, enflasyon düşecek, ama nereye kadar?

%35 olasılıklı kötümser senaryomuza anlam kazandırmak için bu raporu önümüzdeki 10 yılda dünyayı nelerin beklediğine dair kısa bir analizle açmayı tercih ettik. Dünyayı sarsan 4 büyük trend var:

- Büyük Güçler Rekabeti
- Küresel ısınma
- Tarihi olarak yüksek borç yükü; ve
- Yeni başlayan hızlı teknolojik evrim çağı.

Bunlardan ilki ve üçüncüsü kesinlikle büyüme ve enflasyon üzerinde olumsuz etkiler yaratır. Global ısınma ve karbon salınımla mücadele ilk yıllarda olumsuz şoklar üretir, ama 2030'lara geldiğimizde üretkenliği artıracak bir niteliğe evrilebilir. Teknolojik devrim kesinlikle verimlilik kanalıyla dünyayı zenginleştirecek, fakat bu devrimin nimetlerini şirket faaliyetlerine yansıtmanın yatırım maliyeti çok yüksek.

Temel senaryomuza baz teşkil eden varsayımlar sırasıyla:

- Ukrayna ve Gazze Savaşları'nın sınırlı kalacağı,
- Enerji ve gıda fiyatlarında kayda değer bir değişim yaşanmayacağı, ve
- Fed ve AMB'nin 3 kez 25 baz puan faiz indireceği yönünde.

%35 olasılık tanıdığımız Kötümser Senaryoda Ukrayna ve Gazze Savaşı yayılırken, Çin bunalıma düşüyor. Fed ve AMB beklenen parasal gevşemeye geçiş yapamıyor.

%15 olasılıklı iyimser senaryoda ise Çin'de deflasyon ve petrol pazarında yıkıcı fiyat rekabeti öne çıkıyor. Yapay Zeka başta yeni inovasyonların umulandan daha hızlı benimsenmesi ise sabit sermaye yatırım harcamalarını patlatıyor.

Riskli varlıklar konusunda bizim fikirlerimizle uyuşan 2 kaynaktan geniş alıntılar yapmakla yetindik. Bunlardan FT yazarı John Plender'in bilgece uyarısını görüşlerimizin özeti olarak sunalım.

"Bu büyük çalkantı döneminde, yatırımcılar için yeni normal, artan volatilité ve son yıllara göre daha yüksek uzun vadeli tahvil getirileri ile çok zorlu finansal koşulları içerecek. Artan kamu borcuna eşlik eden yüksek faiz oranları artık rahatsız edici derecede yüksek bütçe finansman harcamalarına katkıda bulunuyor".

Dünya ekonomisine uzun vadeli bakış: Bizi bekleyen çileli onyı

21ci Yüzyılın ilk 20 yıllık bölümü dünya tarihinde çok istisnai bir dönem. Paranın maliyetinin sıfıra düştüğünü gözledik. Bu dönemin ekonomide yaşanan dot.com balonu ve 2007-2008 Büyük Finansal Krize verilen parasal tepkiden kaynaklanmadığı, dünyanın artık ebediyen stagflasyona düştüğünü öne süren Larry Summers'ın Alvin Hansen'den ısıtıp masasa servis ettiği [secular stagnation](#) (uzun soluklu durgunluk) tezi ekonomik kuram anlamında döneme damgasını vurdu.

2023'te ise "[polycrisis](#)", yani çoklu ve birbirini besleyen krizler dönemi başladı. 2024 tahminlerinde bizi bekleyen çileli onyı kısaca özetleyerek başladık, çünkü ana metinde birçok yerde, daha geniş bir perspektifin önemi olacak. Örneğin, enflasyon konusundaki göreceli karamsarlığımızı ancak 10 yıllık perspektifi çizince anlamlandırabiliyoruz. Ek olarak, NİYE "Şansımızın tükendiği yıl" başlığıyla takdim ettiğimiz karamsar senaryoya %35 olasılık biçtiğimiz de ancak bu çerçevede anlatılabilir.

Önümüzdeki 10 yılda dünya ekonomisi ve siyasetini geri dönülmez şekilde değiştirecek 4 önemli trend görüyoruz.

- Büyük Güçler Rekabeti
- Küresel ısınma
- Tarihi olarak yüksek borç yükü; ve
- Yeni başlayan hızlı teknolojik evrim çağı.

Büyük Güçler Rekabeti

ABD-Çin arasında başlayıp, Rusya'nın da katıldığı amansız global hegemonya rekabeti en önemli ve yıkıcı trend. Dünya tarihi 1990-2015 arasında hüküm süren ABD önderliğindeki tek kutuplu dünyadan çok kutupluya geçişin örnekleri ile dolu. Hatta, bu geçiş rejimlerine [Tükidides Tuzağı](#) da deniyor. Bu dönemlerin çoğu egemen güçle yeni yetme boğa arasında sıcak savaşla sonlanmış. Bu kez durum daha farklı, ikinci Soğuk Savaş benzetmesi daha anlamlı kaçıyor.

Çok spekülâtif olacak, ama yıllar boyunca gürüştikten sonra ABD ve Çin'in bu çabanın kazananı olmayacağını kavrayıp, iş birliği yaptığı bir döneme geçileceği kanatindeyiz. Bu süre zarfında, en iyimser tahmin rekabetin alan ve kurallarının belirlenmesi olur, ancak bu konuda çok iyimser değiliz. Siz bu raporu okurken sonuçlanacak Tayvan seçimleri kadar Ukrayna Savaşı'nın akibeti de rekabetin boyutlarını belirlememize yardımcı olacak. Şimdilik kaydı ile ekonomide tarafsız ülkelere yoğun baskı ve rüşvet kadar, siber-dünyadan uzaya çok geniş cephelere yayılarak tırmanan bir jeopolitik gerginlik geleceğine bakıyoruz.

Bu konuda çok fazla söz sarfetmeyip, sadece Büyük Güçler Rekabeti'nin dünya ekonomisine olumsuz etkilerinin altını çizeceğiz. Kaynak olarak kasım ayında IMF'nin çalışmasını sunan Direktör Gita Gopinath'ın bir konuşmasını seçtik. [Gopinath'a göre](#) daha şimdiden bloklar arası ticarete kayda değer bir daralma gerçekleşti. Henüz dünya ticaretinin bu rekabet nedeniyle daraldığı söylenemez, ama tedarik zincirlerinin yeniden yapılandığı kesin. Dünyanın tamamen bloklara ayrıldığı "2ci Demir Perde" senaryolarında:

"BM'nin 2022 Ukrayna Kararı oylamasına göre küresel ekonomi iki bloğa bölünürse ve iki blok arasındaki ticaret ortadan kalkarsa, küresel kayıpların GSYİH'nın yüzde 2,5'i civarında olacağı tahmin ediliyor.

Ancak ekonomilerin uyum sağlama becerisine bağlı olarak kayıplar GSYİH'nın yüzde 7'sine kadar çıkabilir. Ülke düzeyinde kayıplar özellikle düşük gelirlili ve gelişmekte olan piyasa ekonomileri için daha büyük".

İklim değışikliğı ve mücadele

2023 yılı boyunca küresel ısınma konusunda yeni ve [çok ürkütücü bilimsel araştırmalar yayınlandı](#). Dünyanın kalıcı olarak değıştiğı ve öngörülemeyen katastrofik iklim olaylarının gerçekleştiğı ortalama ısı artışı 1,5 derece (Sentigrat). Bilim dünyası halihazırda COP'8 ve Paris Protokolüne imza atan ülkelerin beyan ettiği karbon salınımını kısıtlama hedefleriyle bu eşiğın altında kalınamayacağını ispat etti. 2050 yıllarında ortalama ısının günümüze nazaran 2 derece yükselecek olması artık işdünyasının planlamalarında yer alıyor.

Mademki küresel ısınmayla mücadele için yeterli irade ve kaynak yok, o zaman zararları gözden geçirmek durumundayız. Maalesef, bu konuda çok sayıda yöntem ve tahmin var, ama hiçbiri genel kabul görmüyor. Ekonometrik modellerin maddi hasarı azımsadığına dair eleştiriler çok.

En az bunun kadar önemli bir gerçek de, GSYH muhasebesi açısından, küresel ısınmayla mücadele ve doğal afetlerde kaybolan sabit sermaye stoğunun yenilenmesi net harcama olarak işlenir. Yani, dünya çıktısını yükseltir. Çok aramamıza rağmen bu zıt yönlü etkileşimleri netleştiren bir kaynak bulamadık. Elimizdeki en iyi referans olan [S&P Global](#) raporuna bakalım:

4 ana senaryo üzerine çalışan S&P, 2050 yılına gelindiğinde, yıllık bazda küresel çıktı kaybının akıllara durgunluk verecek ölçüde %4'e yükselmesini bekliyor. Eğer o zamana değin, küresel ısınma 2 dereceyi bulursa, en iyimser tahminde dahi, kayıp yıllık %3.2. Tabii, Gelişmiş Ülkelerin yükü çok daha az, ama bölgemiz ve Afrika çok ağır darbe yiyor.

[Bir ikinci kaynak ise](#) 2023 yılında dünya potansiyel çıktısının %6.3'nün global ısınmaya heba edildiğini saptıyor.

Bu konuda taradığımız bir düzine rapordan ortaya çıkan tek bir konsensus var: Global ısınma, arzı daraltırken, mücadele harcamaları yoluyla talebi yükseltecek. Sonuçta, global çıktı yukarda andığımız ölçüde daralmasa da, sonucun enflasyonist olması kaçınılmaz.

Yüksek borç yükü ve sürdürülebilirliği

21ci Yüzyılın yaşanan yılları birçok yönden tarihi olarak "müstesnadır". Bu özelliklerden biri de belki de paranın icat edildiği dönemden bu yana ilk kez reel maliyetinin sıfır veya negatif seyretmesi oldu. Bunun yanında rezerv para merkez bankası bilançolarından ölçebildiğimiz kadarıyla, global para arzı da nominal GSYH'dan çok daha hızlı büyüdü. Bunun ilk doğal sonucu varlık balonlarının sık sık şişip patlamasıydı. İkincisi ise gerek özel sektör gerekse de kamunun akıllara durgunluk verecek ölçüde borçlanması. Pandemi döneminde ekonomiyi ayakta tutmak için yapılan harcamaların parasal finansmanı borç yükünü adeta katladı. Pandemi sonrası bir miktar düşen kamu borçluluk oranı 2023 yılında yeniden yükselişe geçti.

Ekonomik kuram bize optimal borç/özkaynak oranı hakkında hiçbir ipucu sağlamaz, hatta [Modigliani – Miller](#) teoremi sermaye yapısının şirket faaliyetlerinde hiçbir etkisi olmadığını öğretir.

Öte yanda, Carmen Reinhart ve Kenneth Rogoff'un ortaklaşa yaptığı bir dizi çalışma yükselen kamu borç oranıyla ödemeler dengesi krizleri arasında yüksek doğrusal bağlantı olduğunu hatırlatır.

Geldiğimiz noktada, yıllık dünya çıktısının 3 misline erişen toplam borçluluğun ne ölçüde sürdürülebilir olduğu tartışması başladı, çünkü akademik ekonomistlerin önemli bir azınlığı global faizlerin pandemi öncesi düzeye gerileyeceğine inanmıyor. Biz de yukarda global ısınmayla mücadelenin enflasyonist sonuçlar verdiğini zikrettik. Büyük Güçler Rekabeti de tedarik zincirlerinde yeniden yapılanmanın maliyeti ve gümrük vergilerinin karşılıklı yükseltilmesi nedeniyle enflasyonist etkiler içerir.

[Ocak 2023 yılında yayınlanan S&P Global raporu](#) yüksek borcun öldürücü etkisini çok güzel anlatıyor:

“Üç yüz trilyon dolar. Bu, Uluslararası Finans Enstitüsü tarafından tahmin edildiği üzere, Haziran 2022’de küresel hükümetlerin, hane halklarının, finansal şirketlerin ve finansal olmayan şirketlerin borçlu olduğu rekor miktardır. 300 trilyon dolar, küresel gayri safi yurt içi hasılanın %349’una eşdeğerdir; bu, Büyük Finansal Kriz öncesi %278’lik rakamdan %26 daha fazladır. Kişi başına düşen GSYH sadece 12.000 \$ iken, 300 trilyon \$ dünyadaki her kişi için 37.500 \$ borç anlamına geliyor.

Daha yüksek faiz giderleri, kredibilitesi düşük hükümetleri, şirketleri ve düşük gelirli haneleri zaten zorluyor. Fed fonlama faizi 2022’de yaklaşık 400 puan artarken, Avrupa Merkez Bankası faizi 200 puan arttı. İki oranın ortalamasını borcun değişken faizli kısmına uygulamak (borcun %35’inin değişken olduğunu ve %65’inin sabit olduğunu varsayıyoruz) yıllık 3 trilyon dolarlık ek faiz gideri anlamına gelir. Bu, ortalama 37.500 dolarlık borçla 380 dolara veya kişi başına GSYİH’nın %3’üne denk geliyor. Sabit faizli borçlar giderek yeniden finanse edildikçe bu miktar zamanla 8,6 trilyon dolara, yani kişi başına 1.080 dolara çıkacak”¹.

Teknolojik devrim dünya ekonomisini kurtarabilir mi?

İsmi hatırlayamadık, ama bilge bir kişi “Teknolojinin verimliliği nasıl yükselttiğini baktığımız her yerde görüyoruz da, verilerde izine rastlanmıyor” yormunu yapar. Gerçekten de, bir akıllı telefonun bile bireysel hayatımıza ne kadar üretkenlik kattığını düşündüğümüzde, gerçek “milli geliri” ölçebilmek için bu soruyu cevaplamak şart. “Kayıp verimlilik” ekonomistlerin çok uzun süredir cevap bulamadığı bir muamma olarak kaldı.

Ama, yapay zekâ (YZ) başta, devrim niteliğindeki yeni teknolojilerin toplam girdi verimliliğini kayda değer ve ölçülebilir düzeyde yükselteceği günler uzak olmayabilir. Maalesef, birçok teknolojik inovasyonun birarada gerçekleşmesinin toplam katma değerini ölçen bir araştırma bulamadık. Bu yüzden, sadece YZ’nin ekonomik etkisine yoğunlaşacağız.

Elimizdeki ilk kaynak [McKinsey’den](#). Araştırmaları yıl veya zaman aralığı belirtmeden, YZ’nin iş modellerine entegre edilmesi halinde, global çıktının \$2.6 trilyonla \$4.4 trilyon arasında artacağı yönünde. Global çıktının halen \$100 trilyon civarına eriştiğini düşünürsek, diğer teknolojilerin katkısı yanında sadece YZ’nin bile muhteşem bir zenginlik yaratacağı görülüyor.

¹ Bu egzersizin sadece bir simülasyon olduğunu, gerçek hayatta denklemin böyle çalışmayacağını hatırlatalım. Örneğin, alacaklılar daha fazla harcama yapabilir veya yükselen enflasyona rağmen kredi faizlerinin düşük kalmasına yol açabilir. Ancak, bizi bekleyen darboğazın aciliyetini görme anlamında örnek dikkate alınmaya değer.

İkinci kaynak ise prestijli [Center for Economic Policy Research'in anketi](#):

“Yapay zekanın günlük görevlerde kullanımı son on yılda hızla arttı. Mayıs 2023'te yapılan CfM-CEPR anketi, Avrupa paneli üyelerinden yapay zekanın önümüzdeki on yılda yüksek geliri ülkelerdeki küresel ekonomik büyüme ve işsizlik oranları üzerindeki etkisini tahmin etmelerini istedi. Panelistlerin çoğu, yapay zekanın küresel büyümeyi muhtemelen yılda %4-6'ya çıkaracağını düşünüyor (son birkaç on yıldaki ortalama %4'e ve halihazırda yeni norm kabul edilen %3'e) kıyasla). Panelin çoğu, yapay zekanın yüksek geliri ülkelerdeki istihdam oranlarını etkileme ihtimalinin düşük olduğuna inanıyor; geri kalanı ise işsizlik oranlarında artış ve düşüş tahmini arasında bölünmüş durumda. Özellikle panelistlerin çoğu, tahminleriyle ilgili büyük ölçüde belirsizlik olduğunu belirtiyor çünkü yapay zekâ henüz başlangıç aşamasında”.

Öte yanda, yapay zekanın iş modelleri ve üretim sürecine entegrasyonu kolay ya da bedava değil. Dev ölçeklerde sabit sermaye yatırımı gerektirecek. YZ gibi teknolojilerin net-net çok fazla istihdam kaybına yol açmayacağına dair bulgular çoğunlukta olsa da, yine de kamunun olası işsizlik artışını telafi etmek için yapacağı ek harcamalar da net sosyal kazançtan düşülmeli.

Sonuçta, önümüzdeki on yılın sonlarına yaklaşırken, dünyanın yakın tarihte gözlenmemiş bir verimlilik patlaması yaşanması ihtimalini göz ardı edemeyiz. Ama, bir önceki paragrafta zikrettiğimiz maliyet unsurları ve yoğun jeopolitik belirsizlik yüzünden, 2024-2027 döneminde YZ etkisinin oldukça sınırlı kalacağı çıkarımını yapıyoruz.

Temel senaryoda kullanılan varsayımlar

- En önemli varsayım Ukrayna ve Gazze Savaşlarının yayılmayacağı. “Yayıma” kavramı Ukrayna Savaşı bağlamında Rusya'nın petrol ve tahıl, Ukrayna'nın ise tahıl ihracatının kesilmeyeceği ve Rusya'ya ek yaptırımlar uygulansa da, bunların dünya ticaretinde büyük fark yaratmayacağı anlamını taşıyor. Gazze Savaşı'nda ise ABD-İran'ın savaşa dahil olmayacağı ve hali hazırda Huttilerin Bab el Mandep'te sürdürdükleri sabotajların bölgedeki enerji ve üretim tesislerine yayılmayacağı anlamında. Biz yayına girerken her iki varsayım da şüphe götürür nitelikteydi. Bu yüzden temel senaryodan kötümser anlamda sapmaları içeren “Şansımızın tükendiği yıl” senaryosunda alternatifleri değerlendireceğiz.

- Fed guvernörlerinin dot-plot'ta² işaretledikleri gibi 3x25 baz puan faiz indirimiyle yetineceğini düşündük. AMB için ise vadeli işlem fiyatlaması olan 3x25 faiz indirimini kullandık³. BoJ'nin 1H2024'te para politikasında yön değiştireceği kesin, fakat halen bu politika o denli gevşek ki, makul hiçbir geri adım Japon ve dünya ekonomisi ya da küresel varlık fiyatları üzerinde etki yaratacak.
- Ham petrol konusunda görüşler her gün değişiyor. Linkteki haber bulabildiğimiz en güncel konsensusu yansıtıyor, ki bu da (yıl ortalaması olarak) Brent'te \$90/varil. Bunu not ettik, fakat, biz OPEC+'in ABD'den gelen ek üretime dayanamayıp yılın ikinci yarısında fiyat savaşı başlatması olasılığını "oldukça yüksek" olarak değerlendiriyoruz. Orta yol olarak \$80/varili seçtik. Bu fiyat çok cüzi ölçüde dezenflasyonisttir.
- Gıda emtialarında çok araştırma yaptık, ama el Nino ve sürekli baskısını artıran küresel ısınmaya karşın endeks bazında yükseliş tahmini göremedik. Özet olarak, gıda emtiaları (ve fiyatlarında) yatay ve dalga boyu çok düşük bir seyir bekliyoruz. Endüstriyel metaller kapsama alanımızın dışında kalsa da, global büyüme veya enflasyon tahminlerini etkileyecek boyutta bir oynaklık beklemiyoruz.

Temel Senaryo (%50 ihtimal): Vasat bir yıl

Büyüme: "Resesyon yok" diye sevinsek de, performans zayıf

2023 yılında tüm uzmanları şaşırtacak ölçüde dirençli performans sergileyen dünya ekonomisinin 2024 yılında kayda değer ölçüde yavaşlaması konsensus. Velakin, bu konsensusu rakamlara dökmek kolay değil, çünkü referans aldığımız kaynaklar değişik metodolojiler kullanıyor. Şöyle basit bir çerçeve kullandık: 2001-2011 ortalama küresel büyüme oranı olan %4.5 herhalde dünya ekonomisinin (yükselen) enflasyon üretmeyen tam kapasite büyüme oranı. 2023 yılı %3.5 civarında bir veriyle bitecek. 2024 yılında %3 ve altı "mode" tahmin. Bir başka deyişle, dünya ekonomisi yüksek ölçüde atıl kapasite yaratacak bir tempoda yoluna devam edecek. 2025 yılında büyüme performansı bir nebze düzelecek olsa da %3.5'un üzerinde öngörü bulamadık.

² Bireysel ve Fed'i bağlayıcı olmayan nitelikte politika faizi tahminleri

³ AMB bu anlamda rehberlik yayınlamıyor

Nedir dünyayı yavaşlatan temel değişkenler?4

- 2023 yılı boyunca uygulanan seri ve yüksek dozda parasal sıkılaştırmanın “gecikmiş ve birikimli etkileri”5
- Pandemide biriktirdikleri tasarruflarını 2023 yılında harcayan hanehalkları.
- 2024-2026 döneminde her yıl biraz daha yükselmesi beklenen kurumsal iflaslar.
- Artan işsizlik.
- Belki de, konut fiyatlarındaki durağanlıktan kaynaklanan global inşaat faaliyeti daralması.

Öte yanda, başta ABD ve Çin olmak üzere önüne geçilemeyen gevşek bütçe politikaları, 2Y2024-sonrası boyunca gevşemesi beklenen finansal koşullar, dünya ticaretinde ufak dozlu bir toparlanma ve istihdam talebinin firmaların davranışsal nedeniyle6 güçlü kalması dünyanın resesyona çukuruna düşmesini engelliyor.

2024’ün bir başka belirgin özelliği ise büyük ekonomilerin zıt yönlerde hareket etmesi. Yani ahenksiz büyüme yaşıyoruz. Geçmişte böyle dönemlerde dünya ekonomisi kapasitesinin çok altında büyüdü, çünkü ahenkli büyüme çoğaltan etkisi yaratıyor.

Gelişmiş ülkeler arasında ABD küresel yavaşlamaya direnmeye devam edecek. Halen %0.6-1.5 arasında öngörüler öne çıkıyor. Ancak, ABD ekonomisinin—para politikasından bağımsız- yukarı yönlü sürpriz yapması da yabana atılamaz, çünkü bütçe açıkları ekonomiye gelir pompalarken, firmaların pandemiden aldıkları dersle ciroları azalsa dahi istihdamı korumaları mümkün.

Avrupa ise yılı teknik olarak resesyona yakın bir durgunlukta geçirecek. Büyüme tahminleri %0.5-1 arasında değişiyor. ABD’nin büyüme sıkıntısı konjonktürel, Avrupa’nınki ise yapısal olabilir.

⁴ Ek kaynak olarak: These Are the Five Potential Trouble Spots That Could Knock the Global Economy Off Course, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-01-04/2024-global-economic-indicators-include-us-unemployment-china-real-estate>

⁵ Global ölçekte bütçe politikalarının duruşunu kestirmek kolay değil, ancak ABD ve Çin haricinde büyük ekonomilerde bütçe dengesinin göreceli olarak büyümeyi frenleyici yönde olacağını kestiriyoruz.

⁶ Firmaların ekonomi/ciro daralsa da, pandemiden aldıkları dersle kalifiye elemanları işte, bordroda tuttuğuna dair araştırmalar var. Pandemiden sonra birçok sektörde isiz kalan kalifiye işçilerin işgücünü terk ettiğini gördük.

Rusya ile enerji ticaretinin sekteye uğraması ve Çin’le ticari ilişkilerin bozulması Almanya’nın ihracatına kalıcı olumsuz etkiler yapacak. Geleneksel olarak, Avrupalıların tasarruf eğilimi de ABD’ye nazaran oldukça yüksek. Yanıbaşlarında Gazze ve Ukrayna Savaşları sürdükçe, ihtiyari tasarrufların yüksek seyretmesi beklenir.

Resmi tahminlere göre, 2024 yılında Japonya %1.4 oranında büyürken, enflasyonun %2’nin altına düşmesi beklenmiyor.

BoJ henüz doz ve zamanlama konusunda kararını vermede, 1Y2024’te ultra-gevşek para politikasından çıkış konsensus niteliğinde. BoJ’in bilançosunu geçmişe nazaran daha yavaş genişletmesi 2025 ve ötesinde iç talebi olumsuz etkiler, 2024’ün hikayesi değil. Japonya yine ihracata bağlı büyüyecek, ancak BoJ ve hükümetin ısrarıyla ücret artışlarının kalıcı olarak yüksek bir tempoya erişerek, iç talepte yukarı yönlü sürprizler yaratması göz önünde bulundurulmalı.

Gelişmekte Olan Ülkeler’in (GOÜ) yıldızları bu yıl da Çin ve Hindistan. Çin’in “bir şekilde” yakında resmen ilan edilmesi beklenen %5 GSYH hedefine erişeceği kesin. Ancak ihracat pazarında dumping ve toplumsal maliyeti gittikçe yükselen altyapı harcamaları dışında büyümenin hangi kesimlerden geleceği müphem. Çin için en tatlı sürpriz, pandemi ve konut krizinden dolayı tüketim eğilimi gözle görülür ölçüde düşen hane halkının “sahalara dönmesi”. Çok daha yüksek olasılıklı gelişme ise konut-inşaat krizinin Çin’i “Japonyalaştırması”. Bu olasılık “Şansımızın tükendiği yıl” senaryosunun bir ögesi olduğu için bir sonraki bölümde değerlendirilecek.

Hindistan artık Çin usulu onyıllar sürece yüksek büyüme evresine atlamış görünüyor. Mezhepçilik ve şoven milliyetçilikte hiçbir benzerinden geri kalmayan Hindu Modi’nin iktidarda kalıp ekonomik liberalleşmeye öncülük etmesi bekleniyor.

Hindistan her ilerleyen yıl Çin’den daha fazla üretim kapasitesi çalacak, yani tedarik zincirlerinin coğrafi göçünden en fazla yararlanan ülke olacak. Hindistanın bağımsızlığından bu yana ayak bağı olan bürokratik engellemeler ve yolsuzluğun bir ölçüde aşılması dahi, ekonomide çok seri ivlenmeye yol açar, ama Modi’nin bunu ne ölçüde becerebileceği şüphe götürür. Hindistan açısından tatsız sürprizler yeni bir salgın hastalık ve iklim koşulları, yani muson yağmurlarının yetersiz kalması.

Çin ve Hindistan dışında kalan GOÜ için Oxford Economics’in %3.6 büyüme ve %7.6 enflasyon tahminini kullandık. Artık GOÜ’i tek bir blok halinde incelemek imkânsız. 2024 yılında enerji ihracatçıları makul bir büyüme sergilerken, mal ihracatına dayalı ekonomiler darbe yiyecek. Türkiye gibi iç taleple büyüyen ekonomiler daha şanslı.

Enflasyon: Nereye kadar düşecek?

2024 yılında enflasyonun gerilemesini sürdüreceği konsensus, tartışma NEREYE KADAR gerileyeceği üzerinde. Elimizde en güncel tahmin olan [S&P Global'le](#) başlayalım:

“Küresel tüketici fiyat enflasyonunda 2022'nin sonlarından itibaren görülen ilk keskin düşüş, 2023'ün ortalarında durmuş, bu da enerji fiyatlarındaki toparlanmayı ve özellikle hizmetler sektöründeki yapışkan çekirdek enflasyonu yansıtıyor. S&P Global analistleri, yıllık küresel tüketici fiyatları enflasyonunun 2023'teki tahmini %5,6'dan ve 2022'deki zirve %7,6'dan 2024'te %4,7 olacağını tahmin ediyor”.

[OECD Kasım sonunda](#) yayınladığı global görünüm raporunda şu tahmini yapıyor:

“Gıda ve enerji fiyatlarında daha büyük şokların olmaması durumunda, öngörülen manşet enflasyonun 2025 yılı sonuna kadar çoğu büyük ekonomide merkez bankası hedefleriyle tutarlı seviyelere dönmesi bekleniyor. Yıllık OECD manşet enflasyonunun 2023'teki %7,0 seviyesinden kademeli olarak 2024 ve 2025'te sırasıyla %5,2 ve %3,8' düşmesi bekleniyor”.

Bu tahminler bizim de görüşümüzü yansıtıyor, ancak yatırım bankaları arasında ABD'de çekirdek enflasyonun daha 1Y2024'te %2'nin altına gerileyeceğini öne sürenler var. Daha geniş bir bakış açısıyla, bir-iki yıl içinde dünyanın pandemi öncesi seküler durağanlık dönemine dönmelerini bekleyenler az değil. Biz zıt görüşü savunan kamptayız. Görüşümüze delil olarak [Kenneth Rogoff'dan](#) bir alıntı yapalım:

“Faiz oranlarının ilanihaye düşük kalacağı ve borcun maliyetsiz hale geleceği yönünde uzun süredir devam eden ekonomik görüş birliği artık savunulamaz. Enflasyon düşse bile, artan borç seviyeleri, küreselleşmeden uzaklaşma ve popülist baskılar, önümüzdeki on yılda oranların 2008 mali krizini takip eden on yılda olduğundan daha yüksek kalmasını sağlayacak”.

Belki de her iki kamp arasında bir orta nokta bulunabilir. ABD'nin yumuşak iniş veya son günlerde moda olan tabirle “Immaculate Landing” (Kusursuz İniş) yaptığı senaryoda, büyüme ve enflasyon kısa süreliğine dip yapar, fakat yılın son çeyreğine doğru her ikisi de yeniden yükselişe geçer.

Global ticaret: Artık onarmak çok güç

Sınırötesi ticaretin henüz kesin rakamlar belli olmasa da, 2023 yılında (hacim bazında) yatay seyrettiğini ya da ufak bir miktar daraldığını biliyoruz. [Dünya Ticaret Örgütüne göre](#), hacim büyümesi 2024 yılında %3.3 olacak.

Hizmet ticareti yukardaki tahminin kapsamına girmiyor. Ancak ön veriler, ulaştırma ve seyahatte geçen yıl yaşanan güçlü toparlanmanın ardından sektördeki büyümenin ılımlı olabileceğini gösteriyor. Hizmet ticareti, 2022 yılının ikinci çeyreğindeki yıllık %19 artışa kıyasla 2023 yılının ilk çeyreğinde yıllık %9 artış gösterdi.

[Burada link verdiğimiz raporda](#) yer alan “tedarik zincirlerinde kırılma işaretleri belirginleşiyor” ifadesinin altını çizelim. Bu kırılma henüz küresel ticaret hacmini frenleyecek ya da üretim yapılarını radikal boyutta bozacak düzeye gelmedi, fakat artık birçok ürün dalında çok sayıda ülkeden geçen tedarik zincirleri döneminin sonuna geldiğini düşünüyoruz.

GOÜ'nün Çin başta oldukça hızlı adımlarla Gelişmiş Ülkelerle kişi başı gelir uçurumunu kapatmasının en önemli nedenlerinden biri global ticaretin çıktınının 2 misli hızda büyümesiydi. Artık bu dönem çok geride kaldı. Aksine, Çin gibi ekonomisini tamamen ticarete endeksleyen ekonomiler için çok zor günler başlıyor.

Ek olarak, Çin ve Vietnam başta GOÜ'nün büyümesine önemli katkı sağlayan sınır-ötesi doğrudan yatırımların da 2024 yılında gerilemeyi sürdürmesi olası. Ticaret finansmanında kayda değer bir düşüş beklemiyoruz, ancak major para birimleri arasında oynaklığın yükselmesi Fed-AMB faiz indirimlerinden gelen maliyet avantajını kısmen bertaraf edebilir.

Nihayetinde 2024 ve sonrasında dünya ticaretinin akibetini Büyük Güçler Rekabeti'nin yoğunluğu belirleyecek.

Temel senaryomuzda bu konuda çok karamsar değiliz, fakat çok az konuşulan ikinci bir tehlikeyi de zikretmeden bu faslı kapatmak istemiyoruz: WEF'un 2022 işdünyası beklentiler anketinde 5 yıl içinde Covid-19 benzeri bir pandeminin dünyayı etkisi altına alacağı algısı yaygındı. Biz de bu konuda çok kaygılıyız, çünkü insanlığın büyük ekseriyeti Covid-19'dan ders alıp bizi o felakete sürükleyen davranış ve iş yapış biçimlerini değiştirmede.

Finansal istikrar: Sistemik kriz yok

2023 finansal istikrar bağlamında çok kötü başladı. ABD'de bir dizi banka, tahvil portföylerinde kaydi zararlar yüzünden mevduattan kaçış yaşadı ve iflas etti. Avrupa'da ise Credit Suisse gibi tarihe mal olmuş bir kuruluş UBS'le evlendirildi. Yılın kalan kısmında finansal istikrar sağlam gibi göründü, yılın son çeyreğinde özellikle risk spreadleri ve riskli tahvil ihraçlarında yaşanan muhteşem ralli ile finansal istikrar sorunu ikinci plana düştü.

Fakat suyun altında, sistemin kenarlarında çatlak ve kırılmalar çok belirgindi. Bunların çoğu daha iyi bir terim bulamadığımız için gölge bankacılık olarak tanımladığımız [private banking endüstrisinde yaşandı](#). Şirket iflasları açısından da 2023 pandemiden sonrası dönem rekorlarına şahit oldu. Nüfus olarak küçük olsalar da yılın son ayına kadar GOÜ'nün en az %40'ı özel sermaye piyasalarından tamamen dışlanmış⁷, IMF, Çin veya Paris Klubü'nün insafına bırakılmıştı.

2024'te yukarda andığımız sıkıntıların hiçbiri geride kalmadı. Ama, Fed-AMB'nin hızla faiz indireceği beklentisi ile borçlular ve aşırı riskli pozisyon taşıyanlar biraz zaman kazandı.

[Linkteki rapor](#), zombi şirketlerin nasıl hızla artıp tüm ekonomiye tehdit teşkil ettiğini anlatıyor:

"Altman'ın araştırması, dünyanın en büyük 20 ekonomisindeki halka açık şirketler arasında zombi şirketlerin sayısının 1990'larda %1,5'ten bugün neredeyse %10'a çıktığını gösterdi.

Altman, "Kurumsal zombiler artıyor ve muazzam miktarda kurumsal borcun vadesi geldiğinde ve şirketlerin bu borcu yeniden finanse etme veya ödemede zorluklarla karşılaşacağı 2024'te durumun daha da kötüleşeceğini tahmin ediyorum" dedi. Altman, şirketlerin çoğu için iflasın muhtemel kaderi olacağını söyledi.

"Şimdilik bu şirketler bir şekilde hayatta kalıyor" dedi. "Fakat birçoğu sonunda iflas edecek."

Kazanılan zamanın kaldıraç ve risk azaltmakta kullanılacağına kesinlikle inanmıyoruz. Ancak, temel senaryomuzda 2025 yılına da sarkan finansal koşullarda gevşeme sayesinde borçlular vade uzatacak, gölge bankacılık ise büyük batıklara sahne olmadan bilanço daraltacak.

Girişte de arz ettiğimiz gibi, ne akademi, ne de merkez bankacıları tüm kürenin muzdarip olduğu borç sorunundan çıkış konusunda bize yol göstermiyor. Bu sorunun kalıcı olarak çözümü sadece ve sadece çok düşük reel faiz oranları ve yüksek büyümenin 10 yıl daha sürmesi VE borçluların geçmişten ders alıp kaldıraç azaltması.

⁷ Yıl sonunda Etyopya da temerrüt kervanına katılmıştı: <https://www.reuters.com/world/africa/ethiopia-becomes-africas-latest-sovereign-default-2023-12-26/>

Doğal olarak, bu mucize gerçekleşmeyecek. 2024 yılında şirket iflasları yeni zirveler yapacak. Linkteki Reuters raporuna göre, junk tahvil temerrütleri toplam piyasa değerinin 2023'te %2-3'ten %4-5'e yükselecek. Leveraged kredilerde⁸ bu oran %5-6 arasında gerçekleşir.

Biz yakından ilgilendiren GOÜ bahsine gelince, [Dünya Bankası şöyle diyor:](#)

"Dünya Bankası Grubu Baş Ekonomisti ve Kıdemli Başkan Yardımcısı Indermit Gill, "Rekor borç seviyeleri ve yüksek faiz oranları birçok ülkeyi kriz yoluna soktu" dedi. "Faiz oranlarının yüksek kaldığı her çeyrek, daha fazla sayıda gelişmekte olan ülkenin sıkıntıya girmesine ve kamu borçlarını ödemek ya da kamu sağlığına, eğitime ve altyapıya yatırım yapmak gibi zorlu bir seçimle karşı karşıya kalmasına neden oluyor. Bu durum, borçlu hükümetler, özel sektör ve kuruluşlar tarafından hızlı ve koordineli eyleme geçilmesini gerektiriyor. Daha iyi borç sürdürülebilirliği araçları ve daha hızlı yeniden yapılandırma düzenlemeleri şart. Alternatif, kaybedilen bir on yıl daha."

Kötümser senaryo: Şansımızın tükendiği yıl (%35)

Halihazırda stratejistler ve dev fonlar ceplerindeki son kuruşa kadar "Goldilocks" (Herşey çok güzel olacak) senaryosuna bahse girdiyse de, akademik dünyada şüpheler ağır basıyor. Dünyanın önde gelen finansal ekonomistlerinden Berry Eichengreen "[2024 dünya ekonomisinin şansının tükendiği yıl olabilir mi?](#)" başlıklı incelemesinde şöyle uyarıyor:

"2024'te tekrar bu kadar şanslı olacağımız ihtimali çok düşük.

Merkez Bankaları çok çabuk gevşerlerse enflasyon yeniden yükselebilir ve bu da yeni bir faiz artırım turuna neden olabilir. Ancak parasal gevşemeyi çok yavaş yaparlarsa, durgunluğa düşebiliriz.

Mali teşvik alanı hem ekonomik hem de siyasi anlamda iyice daraldı. Seçmen daha fazla bütçe açığı istemiyor.

Çin 2024'te büyümeyi hedefte tutmakta zorluk yaşayabilir. Resmi olarak kamu borç oranları Batı'dakinden daha düşük. Ancak merkezi hükümetin de çok büyük koşullu veya gizli yükümlülükleri var. Beijing, yerel ve bölgesel yönetimleri kurtarma baskısı altına girecek, onlar da yerel yönetim finansman araçlarını kurtarma baskısı altına girecek, onlar da bağlantılı emlak şirketlerini kurtarma baskısı altına girecek.

⁸ Türkiye'de örneği bulunmayan bir enstrüman, tercüme etmekte yetersiz kaldık. Tanımı linkte:

<https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedloan.asp>

2024'te ne olacak sorusu doğal olarak ekonomik konjonktür çerçevesinde şekilleniyor ve bizi yumuşak iniş mi, sert iniş mi olacağını tahmin etmeye teşvik ediyor. Ama iniş türü ne olursa olsun, geçici olacak. Bir ekonomi durgunluğa düşse bile, eninde sonunda büyümeye devam edecektir. Orta vadede ekonomik refah açısından çok daha önemli olan büyüme eğilimi veya potansiyelidir. Bu trenddeki küçük bir değişiklik, hepimizin bileşik faiz mucizesi olarak bildiği şey sayesinde, yaşam standartları üzerinde çok büyük bir etkiye sahip olabilir.

Büyüme trendi açısından bakıldığında 2008 Küresel Mali Krizi'nden bu yana sonuçlar hayal kırıklığı yarattı. 2024 yılı, hükümetlerin ve piyasa aktörlerinin son zamanlarda aldığı önlemlerin bu sorunu iyileştirip iyileştirmediğine veya daha da kötüleştirdiğine dair bize ipuçları sunabilir.

Örneğin, Başkan Xi yönetimindeki Çin hükümeti, özel teşebbüse kısıtlama getirirken kaynak dağılımına yoğun müdahale ediyor. Politik olarak daha merkezi ve daha az piyasa odaklı bir Çin ekonomisi daha mı üretken olacak, yoksa daha mı az?

Yapay zekâ aslında üretkenlik artışında önemli bir hızlanmaya işaret ediyor mu? Firmalar uyum sağlayıp verimlilik yükselmeye başlamadan önce alışlagelmiş iş yöntemleri bozulduğunda verimliliğin ilk önce düştüğü "J Eğrisi"ne şahit olabilir miyiz? J'nin uzunluğu nedir? Yapay zekadan herkes yararlanamayacağına göre hükümetler, tepkiden kaçınmak için kaybedenlere yeterince tazminat ödeyecek mi?

Sonuçta torunlarımızın ekonomik geleceğini, sert ya da yumuşak bir inişin olup olmadığı değil, bu sorunlar belirleyecek".

Bu uzun girizgahtan sonra Kötümser Senaryo'nun değişkenlerini anlatalım:

Ukrayna ve Gazze Savaşları yayılırsa?

2024 yılı için en gerçekçi ve dehşetli sonuçları olacak riskler Ukrayna ve Gazze Savaşları. Ukrayna'da cephede taraflar pata durumda. Rusya Ukrayna'yı ezip geçmek için Trump'ın başkan seçilip mali yardımı kesmesini bekliyor. Bu beklenti akıldışı değil, daha şimdiden Kongre'de Cumhuriyetçiler Ukrayna'ya askeri yardımı göçmenlerle mücadele koşuluna bağladı. Ama maksat Trump'a yaranmak yardımı toptan kesmek.

Ukrayna'ya askeri yardım kesilse de, halk direnişten vazgeçmez. Aksine, Ukrayna'nın bir sonraki adımda yapacağı Karadeniz'de seyrüsefer eden Rus petrol tankerlerini vurmak olacak. Bu korkutucu senaryoyu düşük olasılıklı olarak değerlendirmemizin nedeni, ABD'de askeri yardım konusunda akıllı selimin hakim olacağına dair bazı kanıtlar; ve Avropan'ın Orban vetosunu aşarak askeri yardımı sürdürme iradesi.

Gazze'de savaşın 2024 boyunca süreceği Netanyahu Kabinesi'nin resmi görüşü haline geldi. Kabine kamuoyu önünde inkâr etse de, Gazze'deki Filistinlileri sürmeyi planlayacak kadar akli dengesini yitirmiş durumda. Bu tür çılgın fikirleri bir kabine toplantısında tartışabilen yöneticilerin yarın Lübnan'a girmesi ya da İran'ın nükleer hedeflerine hava saldırısı düzenlemesi hiç de fantazi bir senaryo değil. Bu korkutucu olasılığı 3 nedenden dolayı başat tehdit olarak değerlendirmedik:

- Savaşın İsrail'e maliyeti şimdiden \$20 milyar. Buna üretken gençleri askerde tutmak dahil değil. İsrail'in 3 cephede9 kara savaşı sürdürecek ekonomik ve beşerf gücü yok.
- Beyaz Saray'ın tahammülü tükenmek üzere. Her an askeri desteği keserek İsrail'e şantaj yapabilir.
- Suriye ve Irak'ta İran hedeflerine saldırılar, Lübnan'da ise Hamas liderinin öldürülmesine rağmen bu iki hasım topyekün savaşa hiç niyetli değil.

Ancak, bu iki savaştan birinin yukarda tanımladığımız anlamda yayılması psikolojik şoklar kanalıyla mali piyasaları çökertmeye ve enerji fiyatları üzerinden de dünya ekonomisini stagfasyona götürmeye yeterli. Son olarak da, global bir güven krizi ve Büyük Güçler Rekabeti'nde yeni bir tırmanışla karşı karşıya kalabiliriz.

Ya Fed hakkında yanlış düşünüyorsak?

3 Ocak Çarşamba gecesini yayınlanan Aralık FOMC toplantısı tutanakları Fed'in yılın ilk çeyreğinde faiz indirimleri başlatayacağı umudunu köreltti. Ayrıca, tutanaklardan birçok üyenin henüz [enflasyonla mücadelenin bittiğine ikna olmadığı](#) gerçeği de ortaya çıktı.

4 Ocak Cuma günü açıklanan Aralık ABD tarım-dışı istihdam, güçlü manşet altında emek talebinin soğuduğu izlenimini yarattı. Fakat, hizmetlerde yıllık ücret artışlarının %4.3 düzeyinde seyretmesi ve 3 aylık ortalamalarda istihdamın hala ABD ekonomisinin büyümesiyle tutarlı görünmesi 2024 faiz indirim senaryolarında şüphe yarattı.

Euro-bölgesi Aralık TÜFE teknik nedenlerden dolayı yükseliş sergilerken, çekirdek gevšemeye devam etti¹⁰. Ancak, Fed kadar AMB içinde de 2024'te piyasanın fiyatladığı 140 baz puan faiz indirimi konusunda çok şüpheli duran isimler var.

⁹ Hizbullah'la savaşa girilirse, Batı şeria'da ayaklanma başlayacağını öngördük

¹⁰ Öte yanda, işsizliğin yılın son aylarında sürekli düşmesi ücret yapışkanlığı kaygısı yaratır.

Bu iki gelişme bize kötümser senaryonun ikinci önemli değişkenini veriyor. Ya Fed-AMB parasal gevşemeye geçişi geciktirirse? Bu senaryonun birçok türevi olduğu için, anlatımı sadeleştirmek adına sadece Fed'i mercek altına alacağız, fakat AMB de az-çok Fed'le aynı sorularla boğuşuyor.

En kötü senaryoda dahi Fed'in bu yıl 3 kez faiz indirim yapacağı tezimizden caymayız. Soru işaretleri 2025-2026 ufkunu kapsıyor. Eğer ABD'de çekirdek enflasyon kalıcı şekilde %2 seviyesine yerleşirse, Fed funds oranının denge değeri %2.5-3 arasında olmalı.

Fakat ya artık ABD (veya küresel) uzun vadeli çekirdek enflasyon %3'e çıkmışsa? Bir önceki bölümde enflasyon başlığı altında bu olasılığın hiç de küçümsenmeyecek kadar yüksek olduğunu anlattık.

Bir ikinci türev senaryoda, ABD'de enflasyon 1H2024'te hızla geriler, fakat finansal koşulların aşırı gevşemesi ve istihdam talebinin katılığı nedeniyle, 2H2024'te yeniden yükselişe geçer.

Bir diğer türev ise niceliksel daraltma politikasını, yani bilanço daraltmayı odak alıyor. Linkteki makaleden [Fed'in 2024 içinde bilanço daraltmayı sonlandıracağını okuyoruz](#). Herhalde AMB da 2025 içinde o süreci sonlandırır. Ancak, küresel ekonomi ve dolar-Euro cinsi borçlar hala büyürken, küresel para arzının yavaşlaması her zaman tehlike arzeder. BoJ'nin de 2H2024-2025 döneminde para arzını yavaşlatacağını hatırlayalım. Bu senaryoda, küresel finansal koşullar faiz indirimlerinden bağımsız olarak sıkılaşır. Mevduat-kredi, yüksek notlu-junk tahvil ve Gelişmiş Ülke -GOÜ spreadleri genişler. Sonuçta temerrüte düşecek GOÜ sayısı arttığı gibi, şirket iflaslarının da bir bir önceki bölümde arzettiğimiz oranlarının üstüne sıçraması gayet olası. Ek olarak, 2024-2025 boyunca ABD doları umulandan daha güçlü seyrederek, dolar cinsi borcu olanların finansman giderlerini olumsuz etkiler. Dolar, JYen ve Euro GOÜ FX'e karşı sürekli değer kazanarak, GOÜ'de büyümeyi tahminlerin altına çekebilir.

Ne olacak bu Çin'in hali?

Yakın tarihte Çin boyutunda bir konut-inşaat balonunun sönmeden tamir edildiğini görmedik. Açıkçası, bunun yöntemini de bilmiyoruz. ABD 2007-2008 finansal krizinden sonsuz miktarda para basarak 3 yılda çıktı. Japonya 30 yıldır bu beladan kurtulamadı. Üstelik anılan bu iki ekonomide de konut-inşaatın GSYH'daki payı Çin'den çok daha ufaktı.

Çin'in de en az 4-5 yıl konut-inşaat sorununu çözemediği, Tokyo'nun yaptığı gibi ölü kredileri bankalara gömüp sürekli para basarak tedaviyi ötelediği bir döneme girmiş olabiliriz.

Çin'in ABD'yle süren rekabetinin ekonomiyeye yansımaları ve Xi'nin gittikçe serbest piyasa ekonomisinden uzaklaşarak ekonominin dinamizmini söndüren bir merkezîyetçi yönetim tarzını benimsemesi Çin'de uzun soluklu durağanlık riskini artırıyor.

Bu senaryonun dünya ekonomisine yansımalarını şöyle özetleyebiliriz:

- Çin yuan'ı değersizleştirerek ihracatta rekabet gücünü artırmaya çalışabilir. Asya'da Kur Savaşları günlerine geri döneriz.
- İnşaat faaliyetinde çöküş, enerjiden demir-çeliğe kadar çok geniş alana yayılan piyasalarda fiyatların sert düşmesi sonucunu getirir.
- Xi Jinping ekonomik sıkıntılarını tetikleyeceği sosyal patlamaları yatıştırmak için Güney Çin Denizi'nde saldırganlığı artırır, ya da Tayvan'ı ekonomik ablukaya alır.

İyimser Senaryo: Teknoloji dünyayı ipten alıyor (%15)

Olasılığı düşük olmakla birlikte, vasatın çok ötesinde iyimser bir senaryoyu da modelledik. Bu senaryo da çeşitli varyasyonlara sahip.

En basiti, girdi fiyat deflasyonundan başlıyor. Çin'in 2024 yılında deflasyona gömüldüğü bir senaryoda, ihracat yoluyla deflasyon tüm küreye dezenflasyon olarak yayılır. BoJ, Fed ve AMB temel senaryomuzun nazarında daha güvercin bir para politikası izler.

Bu senaryonun ikinci varyantı ise daralan küresel talep ve kartele üye olmayan ülkelerden akan yeni arza dayanamayan Suudi Arabistan'ın pahalı üretim yapan rakiplerini bertaraf etmek için fiyat savaşına girişmesi. Yakın geçmişte bu oyunda Brent \$20/varile kadar düşerken, fiyatların normale dönmesi 2 yılı almıştı.

Diğer bir iyimser senaryo ise teknolojik devrimin toplam girdi verimliliğini girişte öngördüğümüzden daha çabuk ve hızlı artırmışından ilham alıyor. Girişte küresel ısınmayla mücadele ve içinde bulunduğumuz teknolojik devrim çağının sabit sermaye yatırımlarını artırma ve mali piyasalarda coşkulu ralliler kanalıyla küresel ekonomiyi diriltme potansiyeline sahip olduğunu anlattık. İyimser senaryomuzda bu olasılığı detaylandıracağımız gibi, jeopolitik boyuta da bir göz atacağız.

Küresel ısınmayla mücadele için yeşil ekonomiye geçiş şart. Ek olarak, kamunun da dev yatırımlarla bu süreci desteklemesi lazım.

Başta Yapay Zeka, tıptan uzayda ticari imkanlara kadar çok geniş bir alanda muhteşem kar fırsatları var. Ancak, bunları edinebilmek için de dev bir yatırım hamlesi gerekiyor. Böyle bir hamle gerçekleşebilir mi?

Eğer Büyük Güçler Rekabeti belirli kurallara oturtulur, global finansal koşullar da 2024-2030 döneminde oldukça gevşek seyredirse, özel sektörün senaryolarımızda yer almayan güçte bir yatırım hamlesine girişmesi olası.

Bu yatırım hamlesi aynı zamanda yüksek ücretli eleman ihtiyacını da artıracığı için, yükselen iç talep yoluyla global ekonomide kayda değer bir genişleme yaratır. Bu etkiye birkaç yıl içinde Toplam Girdi Verimliliğinin artması da eklenince, dünyanın belki de 2000-2010 döneminde gözlemlendiği kadar hızlı büyümeye ivmelenmesi mümkün.

Bu senaryoya çok düşük olasılık tanımamızın nedenini özetleyip bitirelim: İlkin, özel sektör yatırımlarının en temel girdisi olan uzun vadeli jeopolitik istikrara inanmıyoruz. İkincisi, andığımız yatırım hamlesi artan istihdam ve ücretler yoluyla ilk aşamada enflasyonisttir. Merkez bankalarının para politikasını sıkılaştırması gerekir. Üçüncüsü, yeşil ekonomiye geçiş ve yeni teknolojilerin üretime uyarlanması emek pazarında politik sistemin idare edemeyeceği çalkantılara neden olabilir. Yani, toplam istihdam kaybı çok düşük olsa da, sektörler ve ülkeler arasında bazıları öylesine yoğun istihdam kaybeder ki, politik çözümler süreci yavaşlatma yönünde devreye girer.

Mali piyasalar: Vasat getiriler, tırmanan fiyatlama riski

Mali varlıklar dünyası bizim beynimizin tümüyle kavrayamayacağı kadar geniş bir evren. Aralık boyunca GADT raporlarında yer yer yansıttığımız gibi, birçok varlık konusunda değişik kaynaklardan tercüme ve yorumlarla piyasaların nereye gittiği hususunda sizi bilgilendirdik.

Bu bölümde kendi özgün görüşlerimizi yazmak yerine, önce Financial Times'dan John Plender'in makalesinden geniş bir alıntı yaptık. İkinci olarak da yine [Financial Times'ın](#)¹¹ 2024 yıl tahmin raporlarını notlandığı makaleyi referans olarak aldık.

John Plender şöyle yazıyor:

Yatırımcılar görünüşte bir paradoksla karşı karşıya. Enflasyonun inatla yüksek kalması ve yatırımcıların merkez bankalarının faiz oranlarını daha uzun süre yüksek tutacağından korkması nedeniyle piyasalar Ekim ayında kötümserliğe sapsanmıştı.

¹¹ Daha detaylı bir derleme için bakınız: Here's (Almost) Everything Wall Street Expects in 2024, <https://www.bloomberg.com/graphics/2024-investment-outlooks/>

Aralık ayına gelindiğinde aynı piyasalar, Federal Reserve başkanı Jay Powell'ın daha önce beklenenden daha erken faiz indirimi vaat eden güvercin açıklamaları sayesinde coşkuya kapılmıştı. Ve şimdi Ocak ayında hisse senedi piyasaları yıla zorlu bir başlangıç yaptı.

Duyarlılıktaki bu aşırı dalgalanmaları anlamanın anahtarı, veriye dayalı para politikasının mekaniğinde bulunabilir. Bu, yatırımcıların, merkez bankası açıklamalarını sürekli analiz etmesine ve her gün yenisi açıklanan verilerin merkez bankacılarının faiz belirlemesini nasıl etkileyeceğine dair beklentileri sonsuz bir şekilde revize etmelerine neden oluyor.

Bu geriye dönük, muğlak para politika çerçevesinde kısa vadeli yaygın bir durum. Yani, piyasalar uzun vadeli temel dinamikleri gözden kaçırıyor. Bu risk, uzun süredir devam eden ekonomik trendlerde sürekli tersine dönüşlerin yaşanacağı 2024 yılında özellikle yüksek olacak.

Piyasaların enflasyonun düşeceği yönündeki olumlu varsayımlarına rağmen, uzun süren aşırı düşük faiz oranları dönemi kesinlikle sona erdi. Evet, enflasyon düşmeye devam ettikçe kısa vadeli faiz oranları 2024'te düşecek. Ancak uzun vadede manzara çok farklı.

Başlangıç olarak merkez bankalarının uzun süren parasal genişleme sonrasında bilançolarını küçültme taahhüdü, tam da Hazine'nin borçlanma gereksinimleri zirveye ulaşırken devlet tahvil alımlarını azaltacakları anlamına geliyor.

2007-09 mali krizinden bu yana nerdeyse sıfır reel faiz oranlarından esinlenen kamu borçlarının ekonomik etkisi olmayacağı görüşü artık terk ediliyor. 21ci Yüzyıla hakim olan sıfır faizin ebediyen süreceği algısı, 1980'lerden bu yana dünya ekonomisine yönelik birçok olumlu arz şokunun tersine çevrilmesiyle temelinden sarsılacak.

Bu pozitif şokların en önemlisi, Çin'in ve diğer gelişmekte olan piyasaların yükselişinin küresel işgücü piyasası üzerindeki etkisi. Bu dönem gelişmiş dünyada ücretleri düşüren bir işgücü bolluğuna yol açtı. Sonuçlardan biri, şirketlerin sermaye yerine emeği ikame etmesi nedeniyle yatırımların azalmasıydı. Bu ikame krizden bu yana yaşanan iç karartıcı üretkenlik performansını açıklıyor.

Artık küresel işgücü daralıyor. Pandemi nedeniyle emeğin pazarlık gücü arttı ve yaşanan gelişmiş ülkelerde, ayrıca Çin ve Kore'de işgücü küçülmeye devam ettikçe daha da artacak. Ücretlerdeki artış artık şirketleri daha maliyetli emeğin yerine sermayeyi ikame etmeye teşvik ediyor.

Küreselleşmenin sınır ötesi tedarik zincirleri gibi diğer ekonomik açıdan olumlu etkileri, jeopolitik gerginlikler nedeniyle gücünü yitiriyor. Yeni iş modeli, ekonomik verimliliği azaltırken üretim planmasında esneklik sağlar. Bu arada korumacılık da artıyor. Bunların hepsi büyüme açısından iç karartıcı haberler.

Harvard'dan Kenneth Rogoff, enflasyon düşse bile faizlerin önümüzdeki on yılda muhtemelen mali krizden sonraki on yılda olduğundan daha yüksek kalacağını savunuyor.

Artan borç seviyeleri, artan savunma harcamaları, yeşil ekonomiye geçiş ve gelirin yeniden dağıtımına yönelik popülist talepler gibi faktörlere değiniyor. Yapay zeka gibi teknolojilerin bu enflasyonist baskıları ne kadar dengeleyebileceği henüz cevaplanmamış bir soru.

Çin'in finansal krizden sonra olduğu gibi hem büyüme hem de enflasyon cephesinde imdada yetişeceğini beklemeyin. Büyük ölçüde inşaat sektörünün yönlendirdiği büyüme modeli şu anda yapısal olarak zor durumda ve Çin'in bundan sonra daha az ithalat yapması bekleniyor.

Aşırı gevşek para politikasının tersine çevrilmesinin en derin etkilerinden biri, gelişmiş ülkelerdeki kurumsal sektörün karlılığı ve finansmanı üzerinde oluyor. Fed'den Michael Smolyansky tarafından yapılan bir araştırma, S&P 500'e kote finans-dışı şirketlerin 1989'dan 2019'a kadar karlarındaki büyümenin yüzde 40'ından fazlasını düşük faiz giderleri ve kurumlar vergisi oranlarıyla açıkladığını gösteriyor.

Bu dikkat çekici derecede büyük bir rakam ve tablo gelişmiş dünyada da benzer olacak. Günümüzün başlıca sorunu olan yükselen borçlar ortamında, yeni kurumlar vergisi indiriminin olasılığı sifıra yakın. Faiz oranları da sifıra dönmeyecek. Bu nedenle kar büyümesinde ve hisse senedi getirilerinde uzun vadeli bir yavaşlamaya hazırlanın.

Bu büyük çalkantı döneminde, yatırımcılar için yeni normal, artan volatilité ve son yıllara göre daha yüksek uzun vadeli tahvil getirileri ile çok zorlu finansal koşulları içerecek. Artan kamu borcuna eşlik eden yüksek faiz oranları artık rahatsız edici derecede yüksek bütçe finansman harcamalarına katkıda bulunuyor.

Dolayısıyla merkez bankaları üzerindeki siyasi baskı yoğunlaşabilir. Bu arada, artık aşırı gevşek olmayan para rejimindeki yüksek faiz oranları ve tahvil getirileri, finansal sistem üzerinde devam eden baskılar yaratacak ve merkez bankalarının enflasyon kontrolü ve finansal istikrar hedeflerini potansiyel olarak çatışmaya sokacak. Piyasa oyuncularının bu zehirli dikenleri dikkate almadığı görünüyor.

Yukarda andığımız ikinci FT derlemesinde önerilen tek araştırma raporu JP Morgan tarafından yazıldı. Rapor, gerçekten de bizim de kafamızdaki tasarımla uyuyor. Bu yüzden piyasalarda neler olacağını JP

Morgan'dan aldığımız birkaç paragrafta anlatacağız. Okurlarımıza önerimiz, [linkteki rapora göz atmaları](#). Paritelerden tahvil ve kredi spreadlerine kadar gayet makul öngörü tabloları bulacaksınız.

Link çalışmıyorsa, [şu bağlantıyı sunalım](#)

"Genel olarak, riskli varlıkların performansı ve önümüzdeki 12 aydaki makro görünüm konusunda olumlu değiliz. Bunun temel nedeni ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyecek (son 18 ayda) faiz şokudur.

Jeopolitik gelişmeler emtia fiyatlarını, enflasyonu, küresel mal ve hizmet ticaretini ve finansal akışları etkilediği için ek bir zorluk teşkil ediyor. Aynı zamanda riskli varlıkların değerlemesi ortalama olarak pahalıdır. Şu anda riskli varlıklar yüksek değerlendirme çarpanlarına sahip. (Çeşitli tahminlere göre sık kullanılan global hisse endeksi F/K tarihi norma göre en az 3 standart sapma pahalı). Düşük oynaklık seviyelerine (yatırımcı rehaveti ve arz fazlası) ve sıkı kredi spreadlerine sahibiz. %5'in üzerindeki (özel sektör) tahvil getirileri, diğer varlıklar ve yatırım stratejilerin karlı olması için yüksek bir performans engeli sunuyor. Örneğin, çok iyimser bir ekonomik senaryoda, hisse senetlerinin tahvillerden (veya nakitten) ~%5 oranında daha iyi performans gösterdiğini görebiliriz, ancak büyümenin veya durgunluğun muhtemel olduğu bir ortamda, nakitten ~%20 daha düşük performans gösterebilirler.

Durgunluk gerçekleşse de, yaşanmasa da, hisse senetleri ve diğer riskli varlıklardaki risk-ödül dengesi, nakit veya tahvillerden daha kötüdür.

Faiz oranlarında önemli bir indirim ve niceliksel sıkılaştırmanın tersine çevrilmesi olmadan ekonominin hızlanmasını veya kalıcı bir riskli varlık rallisi öngörmek zor.

Bir başka deyişle, riskli varlıkların bu seviyedeki parasal kısıtlamada sürdürülebilir performans sergilemeyeceği kesin. İronik biçimde, riskli varlıklar belirgin bir düzeltme yapmadıkça, (ya da örneğin zayıf talep nedeniyle enflasyon düşmedikçe—bu durumda kar marjları da düşecek) muhtemelen anlamlı bir parasal gevşeme süreci de başlamaz.

Yani, finansal koşulların gevşemesi ve daha sürdürülebilir bir toparlanma için öncelikle 2024 yılında piyasalarda bir miktar gerileme ve dalgalanma görmemiz gerektiği anlamına geliyor.

Son olarak durgunluğun (sert iniş) önleneceği düşüncesinde yatırımcıların fikir birliğine vardığını gözlüyoruz. Her boğa rallisinde ortaya atılan "Bu sefer farklı"nın çeşitli versiyonlarının ısıtıldığını görüyoruz.

Temel bilgilere ve inceleyebildiğimiz görece az sayıdaki ekonomik durgunluğa dönersek, verim eğrisinin tersine çevrilmesinden elde edilen sinyaller, durgunluk riskinin tersine dönmenin başlangıcından sonraki

14 ila 24 ay arasında en yüksek olduğunu gösterir. Bu dönem 2024 yılının çoğunu kapsayacak ve piyasa katılımcıları için zorlu bir yıl daha olacak”.

Tüm okurlarımıza vasat üstü bir yıl dileriz.

Atila Yesilada

Istanbulanalytics

ÖNEMLİ: *Bu gönderiyi başkaları ile paylaşmayalım lütfen. Raporlarımıza abone olmak isteyen dostlarınız istanbulanalytics@gmail.com'a e-posta atarak abonelik şartlarımızı öğrenebilir. Fikri emeğimize saygınız için şimdiden teşekkür ederiz.*

Bu rapordaki veriler düzenli bir şekilde halka açık kaynaklardan elde edilip, yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek üzere hazırlanmıştır. Rapordaki bilgilerin kullanımından doğacak sorumluluklar, ve olası zararlardan belge yazarı sorumlu tutulamaz. Bu yayın iznimiz olmadan, kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.