



TÜRKİYE CUMHURİYETİ CUMHURBAŞKANLIĞI
STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI

**DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ
SON GELİŞMELER BÜLTENİ**

2023 - 4 (Ekim-Aralık)

**EKONOMİK MODELLEME VE KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
KONJONKTÜR DEĞERLENDİRME DAİRE BAŞKANLIĞI**

İçindekiler

1	Yönetici Özeti.....	3
2	Görünüm	5
2.1	Büyüme.....	5
2.2	Ticaret	7
2.3	İşgücü.....	8
2.4	Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler	9
2.5	Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri	13
3	Bölgesel Görünüm	16
3.1	Gelişmiş Ekonomiler	16
3.2	Gelişmekte olan Ekonomiler	19
4	İstikrar Görünümü	21
4.1	Risk Görünümü	21
4.2	Sermaye Piyasaları	22
4.3	Döviz Piyasası	23
4.4	Ülke Riski ve Bono Getirileri	24

Tablolar

Tablo 1: 2023 Yılı Dördüncü Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%).....	6
Tablo 2: IMF'nin Seçilmiş Ülkelere İlişkin Büyüme Gerçekleşme Tahminleri (%).....	7
Tablo 3: Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri	15

Grafikler

Grafik 1: Küresel Hasıla Büyüme Oranları (%)	6
Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi ve Mal ve Hizmet Ticareti Artışı.....	8
Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları.....	9
Grafik 4: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100)	10
Grafik 5: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (2014-2016=100)	11
Grafik 6: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100).....	12
Grafik 7: IMF Küresel Büyüme Tahmini.....	14
Grafik 8: ABD Ekonomisine İlişkin Göstergeler.....	17
Grafik 9: Avro Bölgesi Ekonomisine İlişkin Göstergeler.....	18
Grafik 10: Japonya Ekonomisine İlişkin Göstergeler	19
Grafik 11: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi.....	20
Grafik 12: Rusya Sanayi Üretim Endeksi ve İşsizlik Oranı.....	20
Grafik 13: Risk (VIX ve VXYEM) ve Finansal Durum Endeksleri.....	22
Grafik 14: Borsa Bileşik Endeksleri ve ABD 2 Yıl ve 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri ile Spreadi	23
Grafik 15: Dolar Endeksi ve Oynaklık	23
Grafik 16: MSCI ve JPM YPE Kur Endeksleri ile Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi	24
Grafik 17: YPE Bono Endeksleri ve YPE Kesimlere Göre Borç Stoku (Trilyon dolar)	24
Grafik 18: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri	25
Grafik 19: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları	26

1 Yönetici Özeti

Küresel ekonomide, Kovid-19 salgını, Rusya'nın Ukrayna'yı işgali ve yüksek enflasyona rağmen, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde beklenenden daha güçlü bir toparlanma yaşanmaktadır. Kamu harcamalarındaki artış ve tedarik zinciri sorunlarının azalması gibi faktörlerin etkisiyle güçlü bir büyüme eğilimi gözlenmektedir. Ancak, Avro Bölgesi'ndeki yüksek enerji fiyatları ve faiz oranına duyarlı sektörlerin varlığı düşük bir büyüme beklentisi oluşturmaktadır. Ayrıca, Çin'de tüketimdeki artışın uzun vadeli olmaması ve emlak sektöründeki gerileme gibi etkenler büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Bu durum, küresel ekonomideki büyüme eğilimlerinin heterojen olduğunu ve farklı ekonomilerin farklı zorluklarla karşılaştığını göstermektedir. Bu çerçevede 2024 yılında Uluslararası Para Fonu (IMF) Dünya Ekonomik Görünümü Ocak ayı Raporu'na göre küresel büyümenin yüzde 3,1 oranında gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Küresel ticaret hacminde 2022 yılının ortalarından itibaren belirgin bir düşüş yaşanmış ve bu daralma eğilimi 2023 yılında da devam etmiştir. Özellikle mal ticaretindeki düşüş, gelişmiş ülkelerdeki talep azalışı, Doğu Asya ekonomilerindeki zayıf performans ve jeopolitik gerilimler gibi faktörlerle birleşerek önemli bir daralmaya neden olmuş, ayrıca Güney-Güney ticaretindeki yavaşlama gelişmekte olan ülkeler için belirgin hale gelmiştir. IMF'ye göre küresel mal ve hizmet ticaretinde 2023 yılında yavaşlama beklenmekte, ancak 2024 yılında artış öngörülmektedir.

Küresel enflasyonla mücadele ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilerken, işsizlik oranlarındaki dalgalanmalar dikkat çekmektedir. 2023 yılında ABD'de istihdam artarken işsizlik oranı hafif gerileyerek yüzde 3,7'ye düşmüştür. Buna karşın Avro Bölgesi'nde işsizlik oranı yüzde 6,5'e yükselmiştir. Çin'de işsizlik oranı yüzde 5,1'e çıkarken, Japonya'da yüzde 2,4'e gerilemiştir.

Küresel emtia piyasası görünümünde 2023 yılında, Rusya-Ukrayna savaşı gibi jeopolitik gerilimlerin fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü etkilerinin yanı sıra Çin'deki zayıf talep ve başlıca merkez bankalarınca uygulanan sıkı para politikalarıyla artan durgunluk endişeleri gibi faktörler fiyatları aşağı yönlü baskılamıştır. IMF Temel Emtia Fiyat Endeksi 2023 genelinde yıllık bazda yüzde 23,3 azalmış, fiyatlar 2023 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 14,7 oranında gerilemiştir. Bu görünümde enerji fiyatlarındaki azalış ve gıda fiyatlarındaki ivme kaybı ile baz etkisiyle beraber yükselen ana metal fiyatları ve küresel ölçekte faiz indirimi beklentilerinin etkisiyle yükselişe geçen altın fiyatları belirleyici olmuştur. Endeksin ana bileşenlerinden olan Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi, 2023 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 26,7 oranında azalmıştır. Enerji emtialarında ve endüstriyel girdilerdeki düşüşe rağmen, kıymetli metallerdeki artışlar dikkat çekmiş, Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinde aynı dönemde yüzde 0,2 oranında sınırlı bir azalış kaydedilmiştir. IMF'nin tahminlerine göre, enerji ve enerji dışı emtia fiyatlarında 2024 ve 2025 yıllarında düşüş beklenmektedir.

Gelişmiş ekonomilerin büyüme tahminlerine bakıldığında, Dünya Ekonomik Görünümü Ocak ayı Raporu'na göre söz konusu ülke grubunun 2023 yılında yüzde 1,6 olan büyüme oranının 2024 yılında yüzde 1,5'e düşmesi, 2025 yılında ise bu oranın yüzde 1,8'e yükselmesi tahmin edilmektedir. ABD'de 2023 yılında güçlü bir büyüme yaşanmasına rağmen, 2024 ve 2025 yıllarında büyümenin bir miktar hız keserek 2024 yılında yüzde 2,1 oranında ve 2025 yılında ise yüzde 1,7 oranında büyümesi öngörülmektedir.

Avro Bölgesi'nde ise 2023 yılında düşük büyüme yaşanmasına karşın, 2024 ve 2025 yıllarında toparlanma beklenmektedir. IMF'nin Ocak ayı Raporu tahminlerine göre, Avro Bölgesi'ndeki büyüme oranının 2023'teki yüzde 0,5'ten 2024'te yüzde 0,9'a ve 2025'te yüzde 1,7'ye yükselmesi tahmin edilmektedir.

Küresel riskler incelendiğinde, finansal koşulların bir süredir sıkılaştırılmasının yanı sıra jeopolitik gerilimler ve ticari kutuplaşmalar küresel ekonomi ve ticarete riskler oluşturmakta, özellikle enerji ve tedarik zinciri alanlarında belirsizlikler artmaktadır. İklim değişikliği riskleri artırmakta, küresel düzeyde sosyal huzursuzluklar ekonomik istikrarı tehdit etmekte, yapay zekâ gibi alanlardaki hızlı gelişmeler başta işgücü piyasaları olmak üzere belirsizlikleri beslemektedir. Özellikle gelişmiş ekonomilerde enflasyon ivme kaybederken, para otoritelerinin politika faizlerini bir süre daha yüksek tutma eğiliminde oldukları anlaşılmaktadır. Beklentiler, gelişmiş ekonomilerde finansal koşulların ancak 2024'ün ikinci yarısında hafif gevşeyebileceği yönündedir. Bu kapsamda gelişmiş ekonomiler büyümeyi dizginlerken, gelişmekte olan ülkeler görece daha güçlü büyüme sergileyebilecektir. Öte yandan küresel düzeyde maliye politikalarının sıkılaştırılması beklenmektedir.

2 Görünüm

2.1 Büyüme

Küresel ekonomide toparlanma, Kovid-19 salgını, Rusya'nın Ukrayna'yı işgali ve yüksek enflasyona rağmen beklenenden daha güçlü seyretmektedir. 2023 yılında özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ilk öngörülerden daha güçlü bir büyüme gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

Bu güçlü büyümede kamu harcamalarının ve özel tüketimin artması, salgın döneminde başlayan tedarik zinciri sorunlarının azalması gibi nedenlerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Ancak, bu olumlu gelişmelerin tüm ekonomilerde aynı şekilde yaşanmadığı gözlenmektedir. Avro Bölgesi'nde yüksek enerji fiyatları ve faiz oranına fazla duyarlı sektörlerin varlığı düşük bir büyüme beklentisine yol açmaktadır.

Çin'de yılın başında salgın dönemi ile ilgili kısıtlamaların kaldırılmasıyla tüketimde yaşanan artışın uzun vadeli olmaması, gayrimenkul fiyatlarının ve satışlarının düşük kalarak emlak sektöründeki sorunları derinleştirilmesi, zayıf dış ticaret performansı ve düşük tüketici güveni gibi etkenler büyüme üzerinde negatif yönde baskı oluşturmaktadır. Hindistan ise güçlü iç talep, artan kamu yatırımları ve canlılık arz eden hizmet ihracatı ile 2023 yılı sonunda büyüme açısından pozitif bir görünüm sergilemektedir.

ABD'de tüketim harcamaları, maliye politikasının genişleyici yönde olması, sıkı işgücü piyasası ve birikmiş tasarrufların harcanabilir gelire pozitif etkisiyle güçlü seyrini devam ettirmiştir. Ancak, sıkı para politikasının gecikmeli etkisiyle hanehalkı harcamalarının üzerinde oluşacak negatif yönlü baskı ile tüketim harcamalarının kademeli olarak azalacağı değerlendirilmektedir. Avro Bölgesi'nde ise, Rusya'nın Ukrayna'yı işgali sonrasında artan enerji fiyatlarının hanehalkı harcamalarına ve imalat sektörüne olumsuz etkisiyle büyüme sert bir şekilde yavaşlamıştır.

Dünya ekonomisinin yılın dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,7 oranında büyüme kaydetmiş olduğu tahmin edilmektedir¹. Bu dönemde gelişmiş ülkelerin ekonomileri yüzde 1,7 büyürken gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri ise yüzde 4,4 oranında büyümüştür. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde, mevsimsel etkilerden arındırılmış hasılanın büyüme hızı yılın dördüncü çeyreğinde 0,2 puan azalarak (Bir önceki çeyrek değeri yüzde 0,5) aşağı yönlü bir görünüm sergilerken gelişmekte olan ülke ekonomilerinin hasıla büyüme hızının da bir önceki çeyreğe göre 0,5 puan azalış (Bir önceki çeyrek değeri yüzde 1,1) kaydettiği tahmin edilmektedir².

¹ SBB hesaplamasına dayanmaktadır. Küresel ekonominin yaklaşık yüzde 91'ini oluşturan ülkeler hesaplamaya alınmıştır.

² SBB hesaplamasına dayanmaktadır.

Tablo 1: 2023 Yılı Dördüncü Çeyreğinde Seçilmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%)

	Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre büyüme	Bir önceki çeyreğe göre büyüme *
Dünya**	2,7	0,4
Gelişmiş Ülkeler**	1,7	0,3
ABD	3,1	0,6
Almanya	-0,4	-0,3
Birleşik Krallık	-0,2	-0,3
Fransa	0,7	0,1
İtalya	0,4	0,2
İspanya	2,1	0,6
Japonya	1,2	0,1
Güney Kore	2,2	0,6
Gelişmekte Olan Ülkeler**	4,4	0,6
Çin	5,2	1,0
Hindistan	8,4	-
Rusya	-	-
Brezilya	2,1	0,0
Meksika	2,5	0,1
Endonezya	5,0	0,5
Türkiye	4,0	1,0
Avro Bölgesi	0,0	0,0

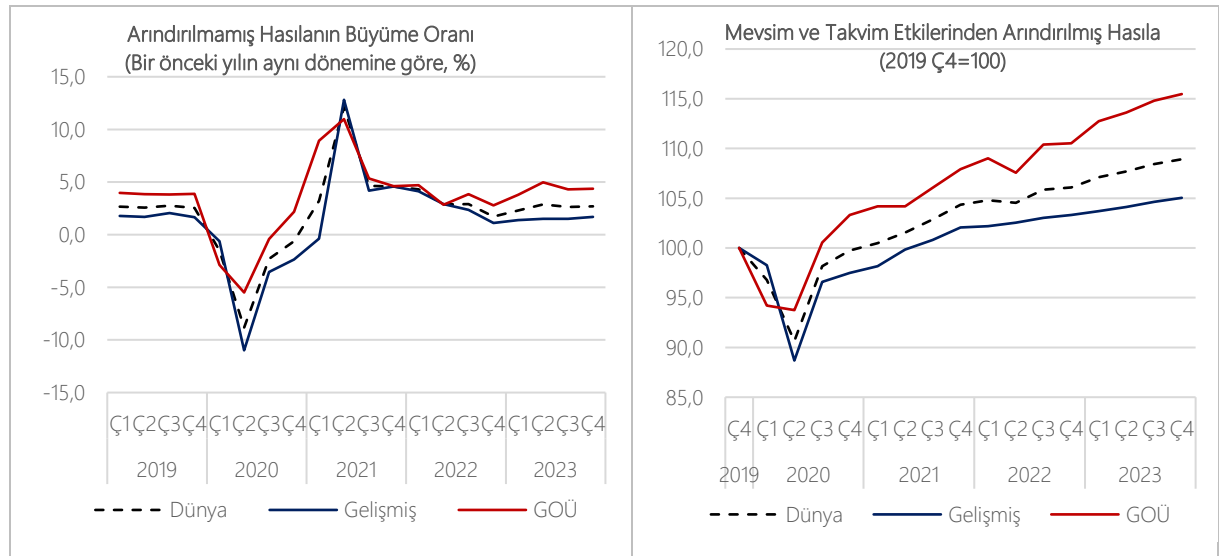
Kaynak: Eurostat, OECD, ilgili ülkelerin istatistik kurumları

* Bir önceki çeyreğe göre büyüme oranı mevsimsel etkilerden arındırılmış GSYH'nın büyüme oranıdır.

** SBB tarafından hesaplanmıştır.

IMF'nin Ocak ayında yayımladığı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda, küresel büyümenin 2023 yılında yüzde 3,1 oranında gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2024 yılında ise küresel büyümenin yine yüzde 3,1 oranında gerçekleşmesi öngörülmektedir. Rapora göre küresel büyüme tahmini 2024 yılı için bir önceki tahmine göre 0,2 puan aşağı yönlü revize edilmiştir.

Grafik 1: Küresel Hasıla Büyüme Oranları (%)



Kaynak: Eurostat, OECD, ilgili ülkelerin istatistik kurumları

Yine Ocak ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na göre, 2024 yılında Avro Bölgesi için bir önceki Raporda yüzde 1,2 oranındaki büyüme tahmini yüzde 0,9 seviyesine indirilerek aşağı yönlü revize edilmiştir. Diğer taraftan Raporda Almanya büyüme oranı tahmini 2024 yılı için yüzde 0,9 oranından yüzde 0,5 oranına aşağı yönlü revize edilmiştir.

IMF Ocak ayı Raporuna göre, 2023 yılında gelişmekte olan ülkelerin yüzde 4,1 oranında büyüme kaydettiği tahmin edilmektedir. Güçlü yurt içi talebin etkisiyle Hindistan'ın 2023 yılı büyümesi yüzde 6,7 oranında gerçekleşmiş, 2024 yılında da yüzde 6,5 oranında büyüyerek güçlü bir görünüm sergilemesi beklenmektedir. Rusya'da ise yüksek askeri harcamalar ve ücret artışlarıyla güçlenen özel tüketimin etkisiyle 2023 yılı büyümesi yüzde 3,0 oranında beklenenden yüksek gerçekleşirken 2024 yılı için ise büyüme beklentisi yüzde 2,6 seviyesindedir. 2024 yılında gelişmekte olan ülkeler grubunun büyümesinin yine yüzde 4,1 oranında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Tablo 2: IMF'nin Seçilmiş Ülkelere İlişkin Büyüme Gerçekleşme Tahminleri (%)

	2023	2024
Dünya**	3,1	3,1
Gelişmiş Ülkeler**	1,6	1,5
ABD	2,5	2,1
Almanya	-0,3	0,5
Birleşik Krallık	0,5	0,6
Fransa	0,8	1,0
İtalya	0,7	0,7
İspanya	2,4	1,5
Japonya	1,9	0,9
Gelişmekte Olan Ülkeler**	4,1	4,1
Çin	5,2	4,6
Hindistan	6,7	6,5
Rusya	3,0	2,6
Brezilya	3,1	1,7
Meksika	3,4	2,7
Avro Bölgesi	0,5	0,9

Kaynak: IMF WEO (Ocak 2024)

2.2 Ticaret

2022 yılının ortalarından itibaren küresel ticaret hacminde, özellikle mal ticaretindeki belirgin düşüş nedeniyle daralma gözlenmiştir. Bu daralma eğilimi 2023 yılında da devam etmiştir. Ancak, hizmet ticareti bu dönemde daha dirençli bir performans sergileyerek olumlu bir tablo çizmiştir. 2023 yılında, özellikle gelişmiş ülkelerdeki talep azalışı, Doğu Asya ekonomilerindeki zayıf performans, jeopolitik gerilimler ve küresel emtia fiyatlarındaki düşüş gibi faktörlerin bir araya gelmesi, mal ticaretinde önemli bir daralmaya neden olmuştur.

UNCTAD tahminlerine göre küresel mal ticaretinin 2023'te bir önceki yıla göre yaklaşık 2 trilyon dolar azalacağı, hizmet ticaretinin ise 500 milyar dolar artacağı öngörülmektedir. Mal ticaret hacmindeki düşüş ile birlikte ticaret hacmi 2023 yılında yatay seyretmiştir. Küresel ticarettaki

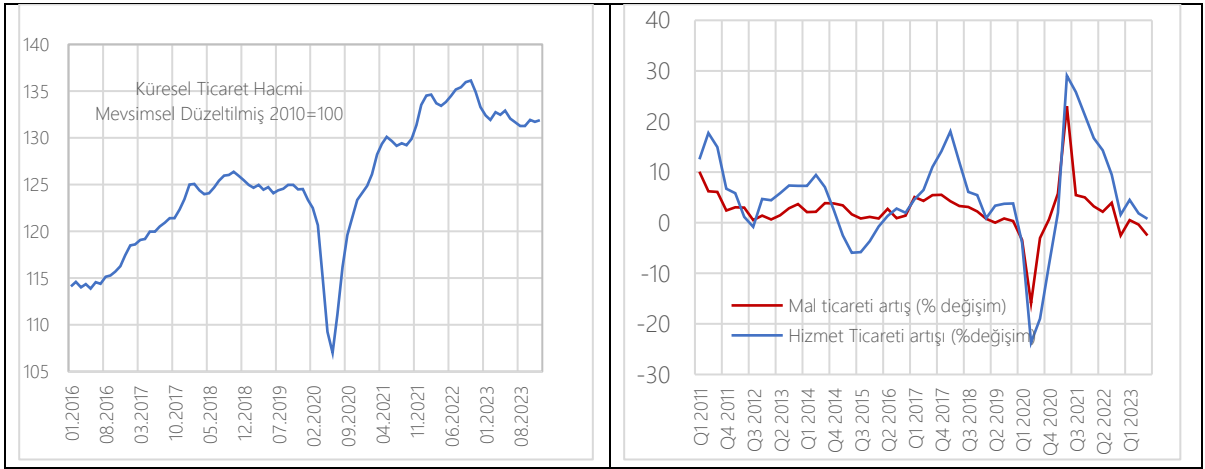
daralmanda, 2023'ün büyük bir kısmında Güney-Güney ticareti performansının yavaşlamasıyla birlikte, özellikle gelişmekte olan ülkeler için daha belirgin olmuştur.

CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) verilerine göre mevsimsel etkilerden arındırılmış küresel ticaret hacim endeksi, 2023 yılının dördüncü çeyreğinde yavaşlayarak 131,9 seviyesinde gerçekleşmiştir (endeksin son 12 aylık ortalaması 132 seviyesindedir).

Dünya Ticaret Örgütü (WTO) verilerine göre, 2021 yılında küresel ticaret hacmi yüzde 27,6 artış kaydederken, 2022 yılında bu artış oranı yüzde 12,8'e gerilemiştir. 2023'ün ilk çeyreğinde küresel ticaret hacminde yüzde 1,8, ikinci çeyreğinde yüzde 7,5 ve üçüncü çeyreğinde yüzde 8,2 oranında düşüş yaşanmıştır. WTO'nun tahminlerine göre, Rusya-Ukrayna savaşı, yüksek enflasyon, sıkı para politikası ve finansal piyasa belirsizlikleri gibi etkenlerin etkisiyle, 2023 yılında küresel mal ticaret hacminin yüzde 0,8 (önceki tahmin yüzde 1,7) artması beklenmektedir.

IMF verilerine göre 2022 yılı genelinde küresel mal ve hizmet ticaretinde yüzde 5,2 oranında artış gerçekleşmiştir. Küresel mal ve hizmet ticaretinin 2023 yılında küresel talebin zayıf seyrinin yanı sıra ABD dolarının diğer para birimlerine karşı değerlenmesi ve artan ticaret engelleri gibi nedenlerle yavaşlaması beklenmektedir. IMF'nin 2024 yılı Ocak ayı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'ndaki tahminlerine göre küresel mal ve hizmet ticaretinde 2023 yılı için yüzde 0,4 iken 2024 yılı için 3,3 oranında artış beklenmektedir.

Grafik 2: Küresel Ticaret Hacmi ve Mal ve Hizmet Ticareti Artışı

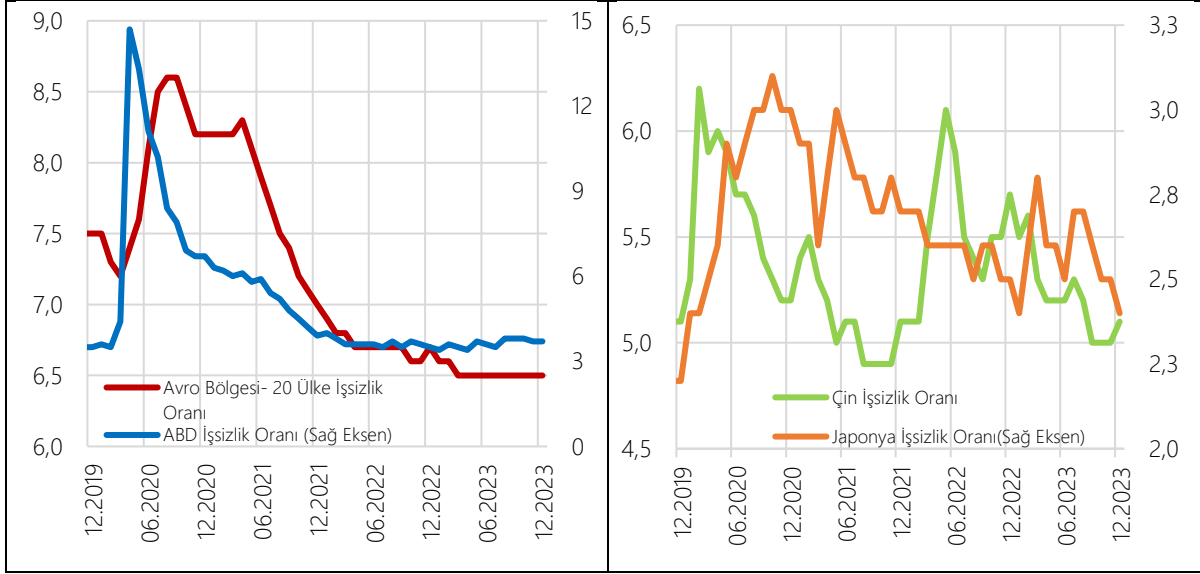


Kaynak: CPB, UNCTAD

2.3 İşgücü

Uluslararası kuruluşların raporlarında, her ne kadar 2023 yılı genelinde işgücü piyasasının toparlanma eğilimi göstererek işsizlik oranlarının salgın öncesi döneme yakınsayacağı belirtilmişse de enflasyonist baskıların artarak devam etmesi, küresel büyüme oranlarındaki yavaşlama ile önümüzdeki dönemde yaşanabilecek jeopolitik ve finansal risklerin varlığıyla işsizlik oranlarının tekrar artış eğilimine girebileceğine değinilmektedir.

Grafik 3: Seçilmiş Ülkeler ve Ülke Gruplarında İşsizlik Oranları



Kaynak: OECDSTAT, ILO

2023 yılı dördüncü çeyreğinde Japonya'da aşağı yönlü bir görünüm hâkimken diğer seçilmiş ekonomilerin işsizlik oranlarında yatay bir seyir hâkimdir. 2023 yılında yükselen enflasyonla küresel ölçekte mücadele sonucunda iktisadi faaliyetlerdeki aşağı yönlü görünümün işgücü piyasasına yansımaları dikkat çekmektedir. Uluslararası kuruluş raporlarında da enflasyonun beklenenden daha hızlı bir şekilde düşme riskinin işgücü piyasasına olumsuz etkilerinin ortaya çıkabileceğine ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır. ABD Çalışma İstatistikleri Bürosu tarafından açıklanan verilere göre ABD'de Aralık ayında toplam tarım dışı istihdam 216 bin kişi artarken işsizlik oranı bir miktar gerileyerek yüzde 3,7 olarak gerçekleşmiş ve Şubat 2022'den beri yüksek seviyelerde kalmaya devam etmiştir. Benzer şekilde, Avrupa Birliği (AB) İstatistik Ofisi (Eurostat) tarafından yayınlanan verilere göre, Avro Bölgesi'nde işsizlik oranı Aralık 2023'te yüzde 6,5 olarak açıklanmıştır.

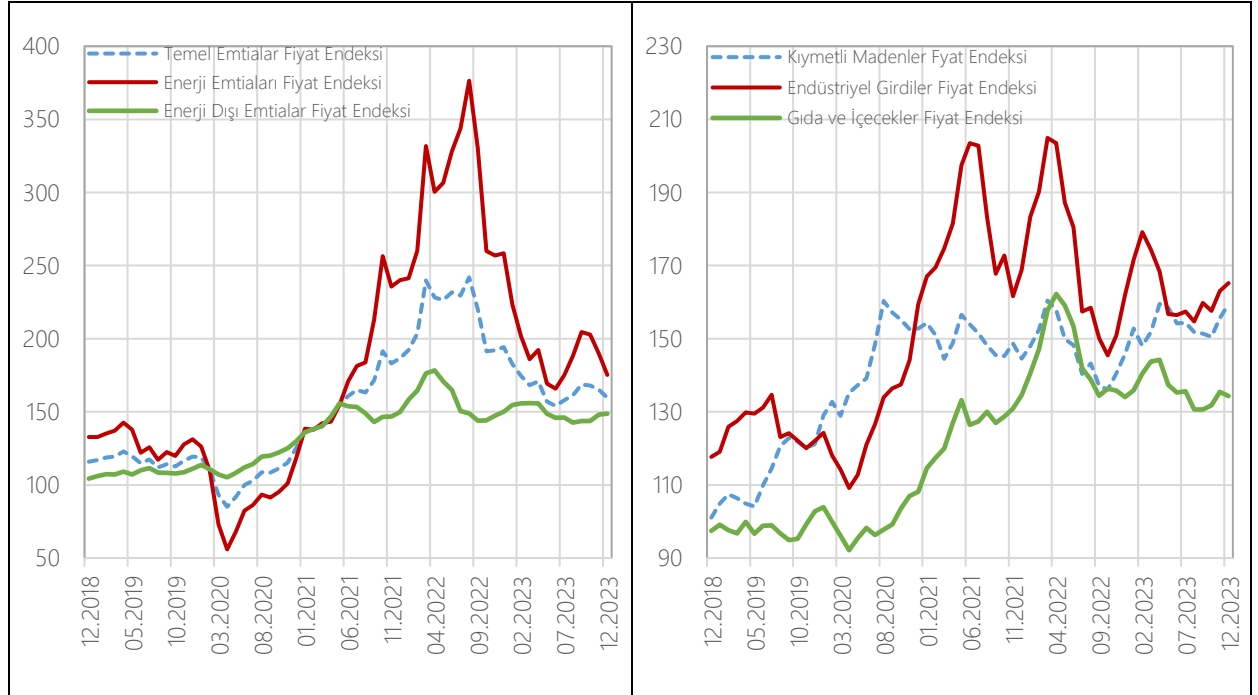
2023 yılı Aralık ayında Çin'de işsizlik oranı yüzde 5,1'e yükselirken, Japonya'da düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 2,4 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, Çin ve Japonya'da işsizlik oranı salgın öncesi seviyelere gerilemiştir.

2.4 Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler

2023 yılı genelinde Rusya-Ukrayna savaşı gibi yoğun çatışmaların etkilerinin yanı sıra Çin'deki Kovid-19 salgınına ilişkin devam eden endişeler, ABD Merkez Bankası (Fed) ve diğer merkez bankalarının sıkı para politikalarıyla birlikte resesyon endişeleri ve dolara olan talebin artması gibi faktörler, IMF Temel Emtialar Fiyat Endeksindeki görünümde belirleyici olmuştur. Jeopolitik riskler ve arz kaynaklı sıkıntılar emtia fiyatlarını yukarı yönlü desteklerken, Kovid-19 salgını, merkez bankalarının sıkı para politikaları ve küresel ekonomideki durgunluk endişeleri gibi faktörler ise fiyatları aşağı yönlü baskılamıştır. 2023 yılı son çeyreğinde, jeopolitik gerilimler ve çatışmalar, aksayan tedarik zincirleri, enflasyon, artan enerji maliyetleri, kuraklık, yetersiz yatırımların yol açtığı arz sıkıntıları emtia fiyatlarındaki görünümde belirleyici olmaya devam etmektedir. IMF Temel Emtia Fiyatları Endeksinde 2023 yılı genelinde 2022 yılına kıyasla yüzde 23,3 oranında azalış

gözlenmiştir. IMF Temel Emtia Fiyatları 2023 yılı dördüncü çeyreğinde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 14,7 oranında azalmıştır. Böylelikle, IMF Temel Emtia Fiyat Endeksinde yıllık bazda üst üste dördüncü çeyrekte de azalış gözlemlenmiştir. Bu görünümde, başta ham petrol ve doğalgaz olmak üzere enerji fiyatlarındaki azalış ve gıda fiyatlarındaki ivme kaybı ile baz etkisiyle birlikte yükselen ana metal fiyatları ve küresel ölçekte faiz indirimi beklentilerinin etkisiyle yükselişe geçen altın fiyatları belirleyici olmuştur. Endeksin ana bileşenlerinden olan Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi, 2023 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 26,7 oranında azalmıştır. Bu gelişmede ılık geçen kış mevsimi ile talepte yaşanan azalışla birlikte petrol, doğalgaz ve kömür fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinde aynı dönemde yüzde 0,2 oranında sınırlı bir azalış kaydedilmiştir.

Grafik 4: IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2016=100)



Kaynak: IMF

Endüstriyel Girdiler grubu fiyatlarında 2023 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 1,3 oranında artış görülürken yılın son çeyreğinde yüzde 6,0 oranında yükseliş kaydedilmiştir. 2023 yılı son çeyreğinde Endüstriyel Girdi grubu fiyatları Çin'in Covid-19 sonrası yeniden açılması ve düşük küresel tedarik sebebiyle yükselişe geçmiştir. Çin'de ağır sanayii ve konut inşaatı sektörlerindeki zayıflığın devam etmesi Endüstriyel Girdi grubu fiyatları üzerinde 2023 yılı genelinde baskı oluşturmuş ve metal yoğun yenilenebilir enerji ürünlerinin imalatındaki dirençli talebin dengelenmesiyle bir önceki yıla kıyasla yüzde 5,3 oranında azalış görülmüştür.

Ana metal fiyatları, 2023 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,7 oranında yükselmiştir. Ek olarak, Ana metal fiyatları 2023 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 2,8 oranında azalmıştır. 2023 yılı dördüncü çeyreğinde dünyanın en büyük emtia tüketicisi Çin'in beklenenden daha hızlı açılması ve Avrupa'nın Rusya'ya yönelik yaptırımlarının kışın enerji kıtlığına yol açacağı ve üreticilerin ve tüketicilerin talebini artıracacağı tahminleri ana metal fiyatlarındaki

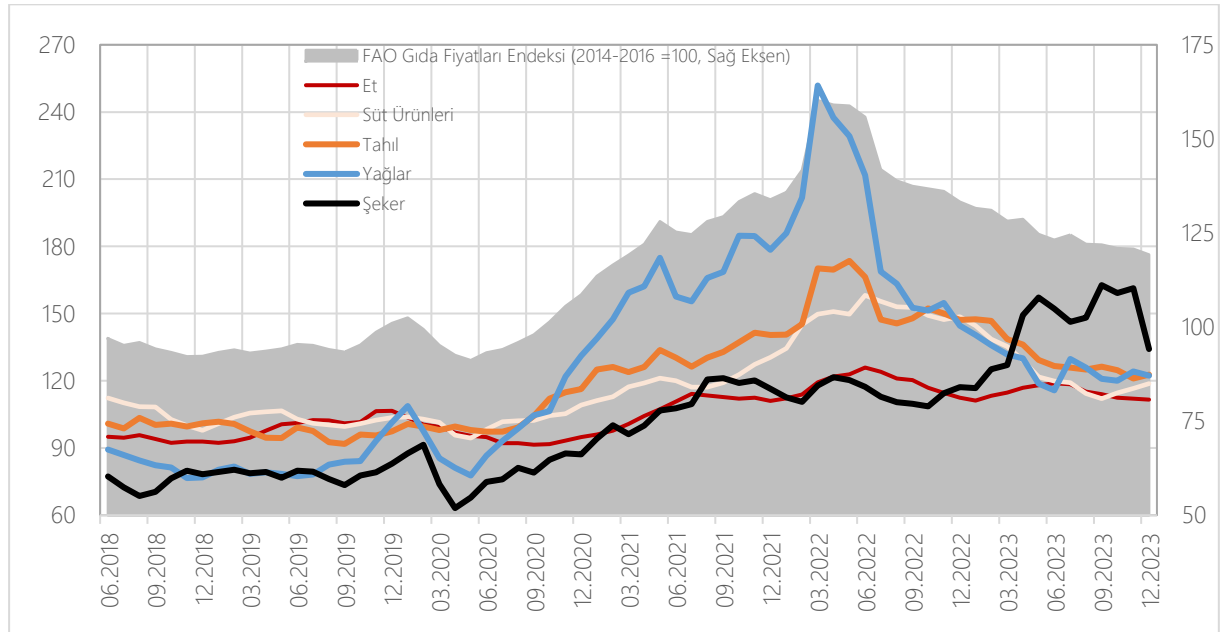
görünümde etkili olmuştur. Buna ilaveten, ABD ekonomisinin beklenmedik biçimde dayanıklılık göstermesi de metalde güçlü talep beklentilerini artırmıştır.

Dünya Bankası tarafından yayımlanan Emtia Piyasası Görünümü (Commodity Markets Outlook) Ekim ayı güncellemesinde, metal fiyatlarının 2023 yılında yavaşlayan küresel büyümenin yansıması olarak yüzde 12 civarında düşmesi beklenirken 2024 yılında düşüşünü sürdürerek yüzde 5 oranında azalması beklenmektedir. Söz konusu Raporda Orta Doğu'da çatışmaların artmasıyla birlikte Çin'de emlak sektöründe istikrarın beklenenden yavaş gerçekleşmesi, gelişmiş ekonomilerde talebin beklenenden zayıf olması veya üretimde büyük aksamaların fiyat tahminleri üzerinde önemli riskler oluşturduğu vurgulanmıştır.

Diğer taraftan, Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin alt endekslerinden olan Kıymetli Madenler grubu fiyatlarında 2023 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 10,2 oranında artış kaydedilmiştir. Ek olarak, Kıymetli Madenler grubu fiyatları 2023 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 5,0 oranında artmıştır. IMF Kıymetli Madenler grubu fiyatlarındaki görünümde, zayıflayan ABD doları, artan enflasyonist baskılarla merkez bankalarınca alınacak faiz kararlarının yanı sıra jeopolitik gerilimler ile gümüş ve platine yönelik artan endüstriyel talep etkili olmuştur.

Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksinin son alt grubu olan Gıda ve İçecekler grubu fiyatlarında, 2023 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 1,1 oranında azalış kaydedilmiştir. Ek olarak, Gıda ve İçecekler grubu fiyatları 2023 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 6,1 oranında azalmıştır. Orta Doğu'da çatışmaların başlamasından önce, gıda emtia fiyatlarında 2023 yılının son çeyreğinde şeker, yağ ve et fiyatlarındaki düşüşlerin etkisiyle azalış gözlenmiştir. Ancak gıda fiyatları enflasyona göre düzeltilmiş verilerle hala Kovid-19 öncesi seviyelerin çok üzerinde seyretmektedir.

Grafik 5: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (2014-2016=100)



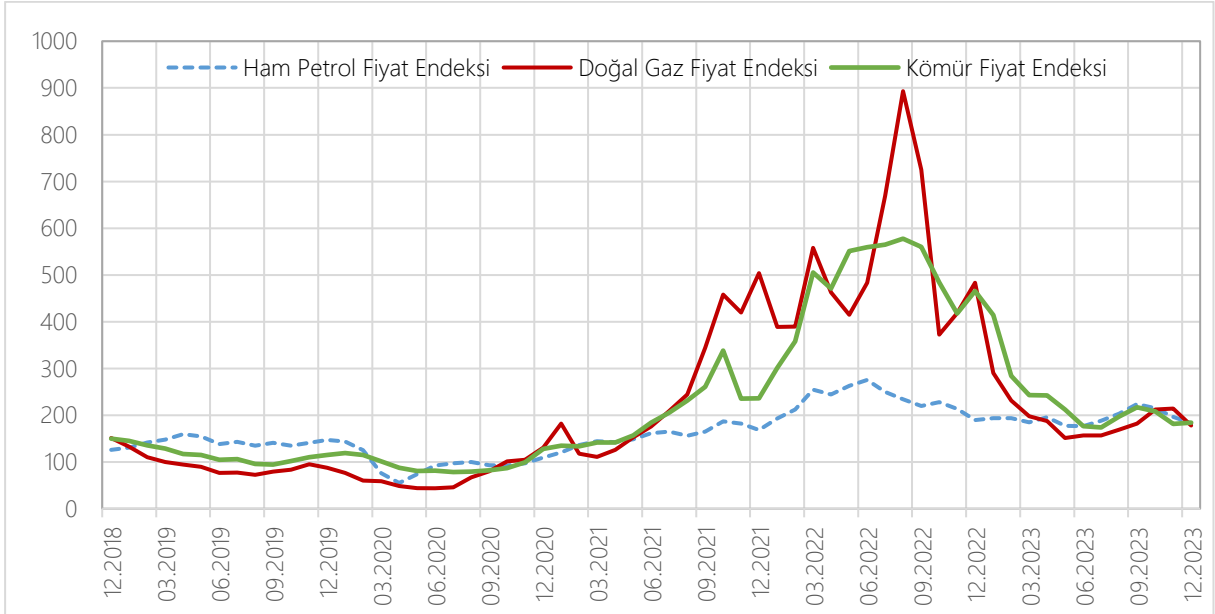
Kaynak: FAO

Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) Küresel Gıda Fiyat Endeksi Raporu'na göre küresel gıda fiyatlarında Aralık ayında yıllık bazda yüzde 10,5 oranında azalış kaydedilmiş, Mart 2022'de ulaşılan tüm zamanların en yüksek seviyesinin yüzde 25,6 altında gerçekleşmiştir. FAO Gıda Fiyatları, Aralık ayında, Kasım ayına oranla yüzde 1,3 düşüş göstererek 119,2 puan olurken şeker ve yağ fiyat endekslerindeki düşüşler bu görünümde belirleyici olmuştur.

FAO Tahıl Fiyatları, Aralık ayında, Kasım ayına göre yüzde 1,5 artış göstererek 122,8 puan olmuş ve bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 16,6 düşüş göstermiştir. Buğday ihracat fiyatlarının son dört aydan beri süren düşüşünün ardından, bazı büyük ihracatçılarda hava şartlarına bağlı lojistik aksaklıklar ve güçlü talep nedeniyle Karadeniz'de yaşanan gerginliklerin desteğiyle Aralık ayında artış göstermiştir. FAO Bitkisel Yağ Fiyatları, Aralık ayında, Kasım ayına göre yüzde 1,5 düşüş göstererek 122,3 puan olarak gerçekleşmiştir. Fiyat endeksindeki düşüş, önde gelen üretici ülkelerdeki mevsimsel olarak düşük üretime rağmen, büyük ithalatçılardan gelen zayıf alımların da desteklediği palm, soya, kolza tohumu ve ayçiçeği tohumu yağlarında uluslararası fiyatlardaki düşüşü yansıtmaktadır. FAO Et Fiyatları, Aralık ayında, Kasım ayına göre yüzde 0,4 düşüş göstererek 111,6 puan olurken bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,7 düşüş göstermiştir.

FAO Şeker Fiyatları, Aralık ayında, Kasım ayına oranla yüzde 16,8 düşüş göstererek 134,2 puanla son dokuz ayın en düşük seviyesinde gerçekleşirken bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 14,6 artış göstermiştir. Aralık ayında uluslararası şeker fiyatlarındaki düşüş, Brezilya'daki olumlu hava koşullarının da desteklediği güçlü üretim temposundan kaynaklanmıştır.

Grafik 6: Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi (2016=100)



Kaynak: IMF

Enerji Emtiaları Fiyat Endeksi 2023 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 26,7 oranında azalmıştır. Enerji fiyatlarında 2023 yılı genelinde 2022 yılına kıyasla yüzde 36,7 oranında azalış kaydedilmiştir. Enerji fiyatları, jeopolitik gerilimler ve petrol üretim kararlarıyla ortaya çıkan arz yönlü faktörler ile artarken Avrupa'da doğal gaz stoklarının artması ve iklim koşullarının etkisiyle ılımlı seyreden doğalgaz ve kömür fiyatları enerji fiyatlarındaki artışı

sınırlamıştır. Doğal Gaz Fiyat Endeksi 2023 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 53 oranında azalmıştır. Doğal Gaz Fiyat Endeksi 2023 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 52,5 oranında azalarak Enerji Emtiaları Fiyat Endeksindeki görünümde belirleyici rol oynamıştır. Aynı dönemde Doğal Gaz fiyatları bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 19,0 oranında artmıştır. Doğalgaz fiyatlarındaki görünümde hava sıcaklıklarının düşeceğine dair öngörüler, ABD'de demir yolu işçilerinin greve gidebileceği endişeleri, bazı önemli LNG ihracat tesisindeki sıkıntılar, Gazprom'un rubleyle ödeme sistemine uymadıkları için Bulgaristan ve Polonya'ya doğal gaz sevkiyatını durdurduğuna ilişkin haber akışı etkili olmuştur. Diğer taraftan, Kömür Fiyat Endeksi ise 2023 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 58,1 oranında azalmıştır. Kömür fiyatlarındaki bu görünümde artan arz ve elektrik üretiminde daha temiz yakıtlara yönelim belirleyici olmuştur. Kömür Fiyat Endeksi 2023 yılı genelinde bir önceki yıla kıyasla yüzde 53 oranında azalmıştır.

Ham Petrol³ fiyatlarında, 2023 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5,8 oranında azalış kaydedilirken, aynı dönemde piyasalarda küresel durgunluk endişelerinin güçlenmesi ve talep endişelerinin yeniden zemin kazanmasıyla bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 3,5 oranında azalış gözlemlenmiştir. EIA tarafından 2024 yılı Ocak ayında yayımlanan raporda, Brent tipi ham petrol fiyatının 2024 yılı genelinde ortalama 82,0 dolar/varil olacağı tahmin edilmektedir. Bu görünümle birlikte Brent tipi ham petrol fiyatının 2023 yılındaki seviyesi ile yaklaşık olarak aynı kalacağı ve ardından 2025 yılında varil başına 79 dolara düşeceği değerlendirilmektedir. 2025 yılında, üretimdeki hafif artışın talep artışını bir miktar aşması beklenmekte, bunun da stokların ılımlı bir şekilde artmasına ve ham petrol fiyatlarına bir miktar aşağı yönlü baskı yapmasına sebep olması beklenmektedir. Orta Doğu'da yaşanan son gelişmeler, tahmin edilen fiyatlardan daha yüksek ve daha dalgalı fiyatlarla sonuçlanabilecek olan arz kesintileri riskinin varlığına işaret etmektedir.

IMF Dünya Ekonomik Görünümü Ocak ayı ara dönem raporunda, 2023 yılında bir önceki yıla kıyasla yüzde 16,0 oranında azalan Enerji Emtia Fiyat Endeksinin 2024 yılında yüzde 2,3 oranında, 2025 yılında ise yüzde 4,8 oranında daralması öngörülmektedir. Ayrıca, 2023 yılında yüzde 6,1 oranında azalan Enerji Dışı Emtia Fiyat Endeksinin ise, 2024 yılında yüzde 0,9 oranında, 2025 yılında ise yüzde 0,4 oranında daralması öngörülmektedir.

2.5 Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Öngörülleri

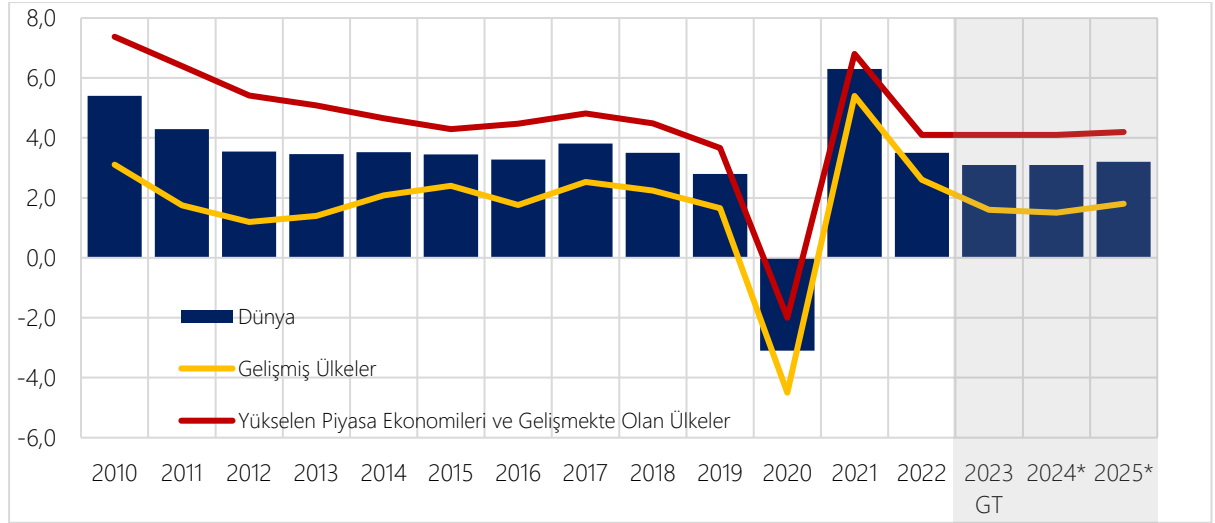
Kovid-19 salgını ve Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin ardından küresel toparlanma 2023 yılı dördüncü çeyreğinde de yavaş ve dengesiz olmaya devam etmektedir. Sıkı para politikasının gecikmiş ve devam eden etkileri, kısıtlayıcı finansal koşullar ile zayıf küresel ticaret ve yatırım ortamı nedeniyle küresel büyüme öngörülerinde yavaşlama hâkim olmaktadır. Küresel ölçekte yaşanan jeopolitik gerilimlerin artarak devam etmesi ve ilişkili emtia piyasasında bozulmaların yaşanması, yüksek borç ve maliyetleri arasındaki finansal stres, enflasyonist ataletin varlığı, Çin'de beklentilerin altında

³ Ham Petrol Fiyat Endeksi, üç spot petrol fiyatının ortalaması alınarak hesaplanmıştır; Günlük Brent petrol spot fiyatı, West Texas Intermediate, ve the Dubai Fateh.

kalan aktivite, ticaret bölünmeleri ve iklimle ilişkili afetler ekonomik aktivitedeki görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskler olarak dikkat çekmektedir.

IMF tarafından 2024 yılı Ocak ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünümü ara dönem raporuna göre küresel ekonomik aktivitedeki görünüm, Ekim ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na kıyasla 0,2 puan yukarıda tahmin edilmiştir. 2023 yılı için küresel büyümenin Ekim raporundaki tahminden 0,2 puan yukarıda, yüzde 3,1 olarak gerçekleştiği tahmin edilmiştir. 2024 yılı için ise küresel büyüme tahmini ise önceki rapor dönemine kıyasla 0,2 puan yukarı yönlü revizyonla yüzde 3,1 olarak tahmin edilmiştir.

Grafik 7: IMF Küresel Büyüme Tahmini



Kaynak: IMF

IMF gelişmiş ekonomilerde 2023 yılı büyüme gerçekleşme beklentisini ise bir önceki rapora kıyasla 0,6 puan yukarıda, yüzde 1,6 olarak tahmin etmiştir. 2024 yılına ilişkin büyüme beklentisini ise 0,1 puan yukarı yönlü revizyonla yüzde 1,5 olarak tahmin etmiştir. Başlıca ülkelere ait 2023 yılı büyüme gerçekleşme tahminleri; ABD için yüzde 2,5; Japonya için yüzde 1,9; İngiltere için yüzde 0,5; Almanya için yüzde -0,3; Fransa için yüzde 0,8; İtalya için yüzde 0,7 ve İspanya için ise yüzde 2,4 olarak açıklamıştır. Başlıca ülkelere ait 2024 yılı büyüme tahminleri ise ABD için yüzde 2,1; Japonya için yüzde 0,9; İngiltere için yüzde 0,6; Almanya için yüzde 0,5; Fransa için yüzde 1,0; İtalya için yüzde 0,7 ve İspanya için ise yüzde 1,5 olarak açıklamıştır.

IMF tarafından Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler grubunda büyümenin 2023 yılında önceki rapor dönemine kıyasla 0,1 puan yukarıda, yüzde 4,1 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Başlıca ülkelere ait 2023 yılı büyüme gerçekleşme tahminleri ise Çin için yüzde 5,2; Hindistan için yüzde 6,7; Brezilya için yüzde 3,1; Meksika için yüzde 3,4 olarak açıklanmıştır. Rusya için ise yüzde 3,0 oranında büyüme tahmin edilmiştir. Başlıca ülkelere ait 2024 yılı büyüme tahminleri ise Çin için yüzde 4,6; Hindistan için yüzde 6,5; Brezilya için yüzde 1,7; Meksika için yüzde 2,7 olarak tahmin edilmiştir. Rusya için ise yüzde 2,6 oranında büyüme tahmin edilmiştir.

Tablo 3: Uluslararası Kuruluşların Makroekonomik Tahminleri

	Dünya Bankası (Ocak 24)			IMF WEO (Ocak 24)			OECD (Şubat 24)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Büyüme	2.6	2.4	2.7	3.1	3.1	3.2	3.1	2.9	3.0
Fiyat(**)	5.7	4.3	3.5	6.8	5.8	4.4	6.3	6.6	3.8
Dış Ticaret Hacmi(*)	0.2	2.3	3.1	0.4	3.3	3.6	5.0	1.6	3.8

Kaynak: Dünya Bankası, IMF, OECD

(*) OECD verisi dış ticaretteki reel artışı göstermektedir.

(**) OECD fiyat verisi G-20 ülkelerini kapsamakta ve yıllık ortalama enflasyon oranlarını ifade etmektedir.

IMF'nin Ocak ayı raporunda, küresel manşet enflasyonun 2023 yılında (yıllık ortalama) yüzde 6,8 olarak gerçekleşmesinden sonra 2024'te yüzde 5,8'e ve 2025'te yüzde 4,4'e istikrarlı bir şekilde düşmesi beklenmektedir. Küresel enflasyon tahmini, 2024 yılı için Ekim 2023 IMF projeksiyonları ile karşılaştırıldığında değişmemiş ve 2025 yılı için 0,2 puan düşürülmüştür. Gelişmiş ekonomilerde daha hızlı enflasyon düşüşü beklenmekte; enflasyonun 2024'te yüzde 2,6'ya düşerek 2,0 puan azalacağı, gelişmekte olan piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ekonomilerde, enflasyonun sadece 0,3 puan azalarak yüzde 8,1'e düşmesi beklenmektedir. Tahmin, gelişmiş ekonomiler için hem 2024 hem de 2025 için aşağı yönlü revize edilirken, yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ekonomiler için hem 2024 yılı yukarı yönlü revize edilirken 2025 yılı için aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu görünümde özellikle Arjantin'de fiyatların görece düzeltilmesi ve geçmişten gelen fiyat kontrollerinin kaldırılması, geçmiş para birimi değer kaybı ve ilişkili fiyatlara geçişin fiyatları kısa vadede artırımının yansımaları etkili olmaktadır. Enflasyonun ılımlı bir şekilde hareket etmesinin nedenleri ülkeye göre farklılık göstermekle birlikte, genel olarak hala sıkı para politikalarının bir sonucu olarak düşük çekirdek enflasyon, ilgili işgücü piyasalarında yumuşama ve süregelen enerji fiyatlarında düşüşlerden kaynaklanan geçiş etkilerini yansıtmaktadır.

Bölgesel olarak enflasyon hedef seviyelere doğru düştükçe, merkez bankalarının yakın dönem önceliği, faizleri erken indirmemek veya böyle bir indirimi fazla geciktirmemektir. Enflasyonun sürükleyicileri ve dinamikleri ekonomiler arasında farklılık gösterdiğinden, fiyat istikrarını sağlamak için politika gereksinimleri giderek farklılaşmaktadır. Aynı zamanda, birçok durumda, artan borç ve sınırlı bütçe hareket alanıyla, enflasyonun düşmesi ve ekonomilerin mali sıkılaştırmanın etkilerini daha iyi absorbe edebilmesiyle birlikte, mali konsolidasyona yeniden odaklanma ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Arzı artırıcı reformların yoğunlaştırılması, hem enflasyonu ve borcu azaltmayı kolaylaştıracak hem de kalıcı olarak yaşam standartlarında artışı mümkün kılacaktır.

Küresel ticarete, 2023 yılında bir önceki IMF rapor dönemine kıyasla jeopolitik gerilimlerin ticarete aksamalara yol açmasıyla 0,5 puan düşüş gerçekleştiği tahmin edilmiştir. Böylece, küresel ticaret hacminin 2022 yılında yüzde 5,2 olarak gerçekleştiği açıklanırken, 2023 yılında ise yüzde 0,4 oranında gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2023 yılındaki bu düşüş, yalnızca küresel talebin gidişatını değil, aynı zamanda bileşimindeki yurt içi hizmetlere doğru kaymayı, ABD dolarının değer kazanmasının gecikmeli etkilerini (ürünlerin yaygın olarak ABD doları cinsinden faturalandırılması nedeniyle ticareti yavaşlatan) ve artan ticaret engellerini yansıtmaktadır. 2024

yılında ise söz konusu görünüm korunarak bir önceki rapor dönemine kıyasla 0,2 puan aşağı yönlü revizyonla küresel ticaret hacmi artışı yüzde 3,3 olarak tahmin edilmektedir.

3 Bölgesel Görünüm

3.1 Gelişmiş Ekonomiler

Gelişmiş ekonomilerin büyümesinde 2024 yılında hafif bir düşüşün ardından 2025 yılında tekrar yükseliş yaşanması beklenmektedir. 2024 yılında Avro Bölgesi'nde 2023 yılında gerçekleşen düşük büyümeden sonra toparlanma ve ABD'de ılımlı büyüme kaydedilmesi öngörülmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) 2024 Ocak ayı Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook) Raporu'nda gelişmiş ekonomiler için büyümenin 2023 yılındaki yüzde 1,6'dan 2024'te yüzde 1,5'e hafif bir düşüş göstermesi, ardından 2025'te yüzde 1,8'e yükselmesi öngörülmektedir. 2024 yılı için yüzde 0,1 puanlık yukarı yönlü revizyon, beklenenden daha güçlü olan ABD büyümesini yansıtırken Avro Bölgesindeki beklenenden zayıf büyümeyle kısmen dengelenmektedir.

ABD ekonomisi, Ekonomik Analiz Bürosu tarafından yayınlanan üçüncü GSYH tahminine göre, 2023 yılı üçüncü çeyrekte yüzde 4,9 oranında büyürken 2023 yılı dördüncü çeyrekte yüzde 3,4⁴ oranında büyüme kaydetmiştir. Yıllık bazda ise ABD ekonomisi, 2023 yılı üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 2,8 oranında artış gösterirken, 2023 yılı dördüncü çeyrekte yüzde 2,9⁵ oranında büyüme kaydetmiştir.

IMF 2024 Ocak ayı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda ABD ekonomik büyümesinin 2023 yılındaki yüzde 2,5 seviyesinden gerileyerek 2024 yılında yüzde 2,1 oranında, 2025 yılında ise yüzde 1,7 oranında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Para politikası sıkılaştırması, kademeli mali sıkılaştırma ve işgücü piyasalarındaki gevşemenin toplam talebi yavaşlatmasının gecikmeli etkilerinin bu düşüşe eşlik edeceği öngörülmektedir. 2024 yılı için 2023 Ekim ayı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda öngörülenden 0,6 puanlık yukarı yönlü revizyon yapılması, büyük ölçüde 2023 yılı için beklenenden daha güçlü büyüme sonucunun etkilerini yansıtmaktadır.

ABD Merkez Bankası Fed, 2023 yılı dördüncü çeyreğinde politika faizlerini sabit tutmuştur. Fed Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) politika faiz artışını durdurarak faizi yüzde 5,25-5,50 aralığında sabit bırakmıştır.

Sanayi üretim endeksi ve kapasite kullanım oranı 2023 yılı dördüncü çeyreğinde düşüş kaydetmiştir. İmalat PMI endeksi yılın dördüncü çeyreğinde aşağı yönlü bir seyir izlemiş ve Aralık ayında 47,9 ile 50 eşik değerinin altında gerçekleşmiştir. Hizmet PMI endeksi ise kademeli bir artış göstererek 50 eşik değerinin üzerindeki seyrine devam etmiştir.

⁴ Mevsim etkilerinden arındırılmış, yıllıklandırılmış, bir önceki döneme göre yüzde değişim

⁵ Mevsim etkilerinden arındırılmamış, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişim

İşgücü piyasasının temel göstergesi olarak nitelendirilen işsizlik oranı 2023 yılının dördüncü çeyreğinde düşüş eğilimine girmiştir. Ekim ayında yüzde 3,8 seviyesinde gerçekleşen işsizlik oranı, Kasım ve Aralık aylarında yüzde 3,7 seviyesinde seyretmiştir.

Grafik 8: ABD Ekonomisine ilişkin Göstergeler



Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, [Federal Reserve](#), U.S. Census Bureau, Bloomberg

Avro Bölgesi, 2023 yılı üçüncü çeyrekte yüzde 0,1 oranında küçülürken Avrupa Birliği İstatistik Ofisi (*Eurostat*) tarafından yayınlanan tahmine göre, 2023 yılı dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre büyüme kaydedememiştir. Avro Bölgesi ekonomisi yıllık bazda ise, 2023 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 0,1⁶ oranındaki büyümenin ardından 2023 yılı dördüncü çeyreğinde yüzde 0,1 oranında büyüme kaydetmiştir.

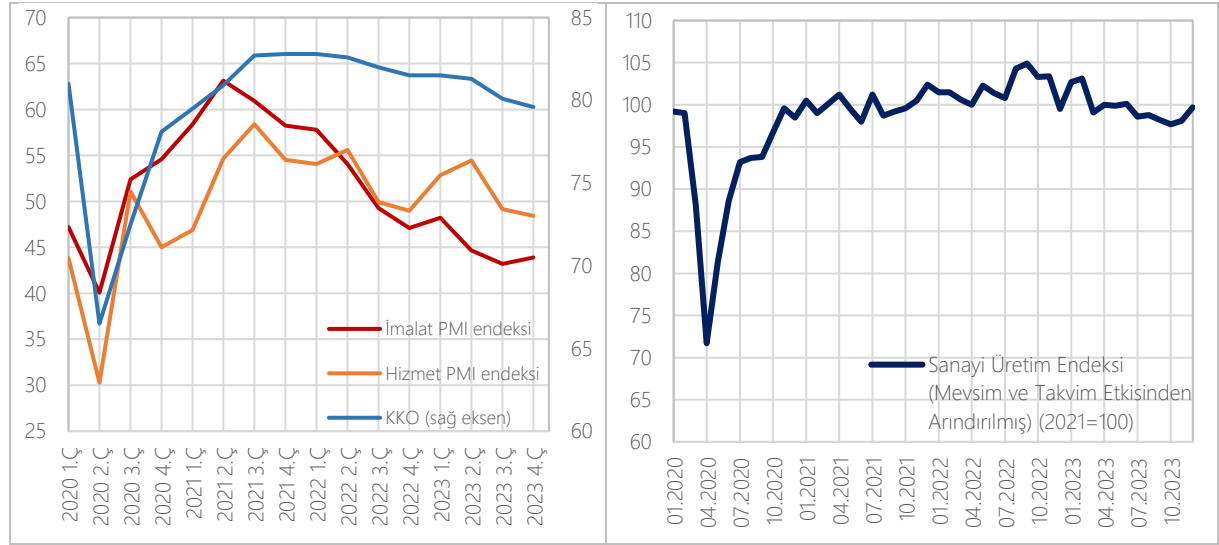
IMF 2024 Ocak ayı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda, Avro Bölgesi büyümesinin, Ukrayna'daki savaşa göre yüksek düzeyde maruz kalmayı yansıtan yüzde 0,5'lik orandan 2024 yılında yüzde 0,9'a ve 2025 yılında ise yüzde 1,7'ye çıkması öngörülmektedir. Enerji fiyatlarındaki şokun etkilerinin azalması ve reel gelir artışını destekleyen enflasyonun düşmesiyle daha güçlü hanehalkı tüketiminin toparlanmayı desteklemesi beklenmektedir. Ancak IMF 2024 Ekim ayı

⁶ Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış

Dünya Ekonomik Görünümü Raporu tahminiyle karşılaştırıldığında Avro Bölgesi büyümesi, büyük ölçüde 2023 yılı için beklenenden daha zayıf çıktıkların devam etmesi nedeniyle 2024 yılı için yüzde 0,3 puan aşağı yönlü revize edilmiştir.

2023 yılı dördüncü çeyreğinde imalat PMI endeksinde artış görülürken hizmet PMI endeksinde düşüş yaşanmıştır. Aralık ayında imalat PMI endeksi 45,7 seviyesine gerilerken hizmet PMI endeksi 51,1 ile 50 eşik değerini üzerine çıkmıştır. Kapasite kullanım oranı ise yüzde 79,6 seviyesine gerilemiştir. Avro Bölgesi sanayi üretim endeksi 2023 yılı dördüncü çeyreğinde yükselişe geçmiş, Aralık ayında 99,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 9: Avro Bölgesi Ekonomisine İlişkin Göstergeler



Kaynak: Bloomberg, Eurostat

2023 yılı dördüncü çeyrekte Avro Bölgesi işsizlik oranı sabit seviyede izlenmiştir. Yılın son çeyreğinde işsizlik oranı yüzde 6,5 oranı seviyesinde seyretmiştir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2023 yılı dördüncü çeyreğinde faizleri sabit bırakmıştır. 2023 yılı Ekim ve Aralık aylarında gerçekleşen toplantılarda üç temel ECB faiz oranı sabit bırakılarak; ana finansman işlemlerinde faiz oranı yüzde 4,50, marjinal kredi imkânı faiz oranı yüzde 4,75, mevduat imkânı faiz oranı yüzde 4,00 seviyesinde tutulmuştur.

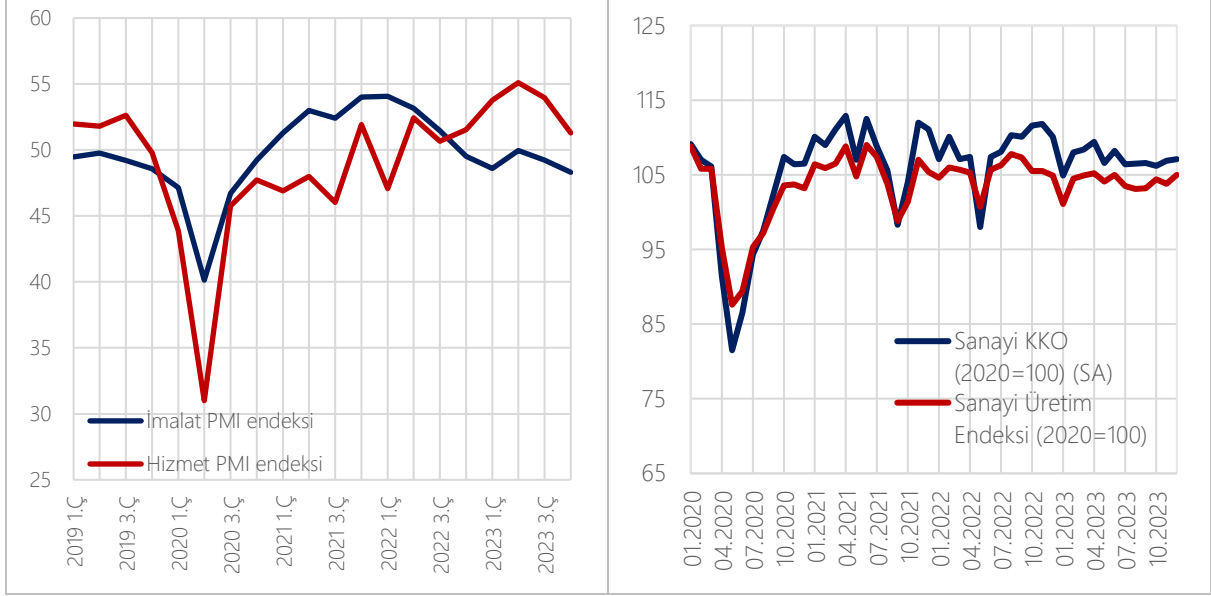
Japonya ekonomisi 2023 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 3,2⁷ (SAAR) oranında küçülürken, 2023 yılı dördüncü çeyrekte yüzde 0,4 oranında büyümüştür. 2023 yılı üçüncü çeyrekteki bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,8⁸ oranındaki daralmanın ardından ise 2023 yılı dördüncü çeyreğinde yüzde 0,1 oranında büyümüştür.

IMF 2024 Ocak ayı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda Japonya'nın 2023 yılındaki tahmini yüzde 1,9'dan 2024 yılında yüzde 0,9'a düşen ve 2025 yılında yüzde 0,8 oranında tahmin edilen büyüme ile potansiyelin üzerinde kalması beklenmektedir. Bu durum, 2023 yılında faaliyeti destekleyen değer kaybetmiş yen, birikmiş talep ve projelerin uygulanmasıyla iş yatırımlarında yaşanan toparlanma gibi tek seferlik faktörlerin etkilerinin azalmasıyla gerçekleşmektedir.

⁷ Mevsim etkilerinden arındırılmış, SAAR

⁸ Mevsim etkilerinden arındırılmış, bir önceki döneme göre

Grafik 10: Japonya Ekonomisine İlişkin Göstergeler



Kaynak: Bloomberg

Japonya'da 2023 yılı dördüncü çeyreğinde işsizlik oranı düşüş göstermiştir. Eylül ayında yüzde 2,6 seviyesinde seyreden işsizlik oranı, yılın son çeyreğinde yüzde 2,5 seviyesine gerilemiştir.

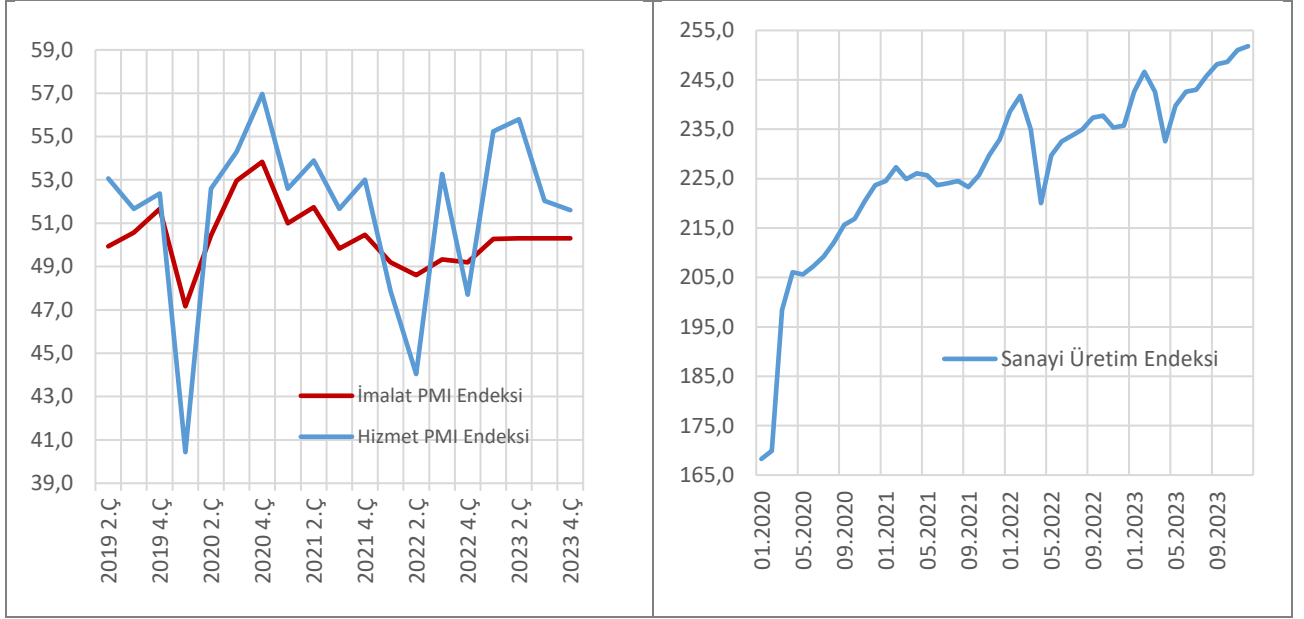
Japonya Merkez Bankası (BoJ), ödenmemiş tutarlarındaki yıllık artış oranlarına göre sırasıyla yaklaşık 12 trilyon JPY ve 180 milyar JPY üst limitleri olan borsa yatırım fonları (ETF) ve Japonya gayrimenkul yatırım ortaklıklarını (J-REIT) gerektiği gibi satın alacağını tekrarlamıştır. BoJ, kısa vadeli politika faiz oranını yüzde -0,1 olarak sabit bırakmış ve 10 yıllık devlet tahvili (JGB) getirisini yüzde 0 civarında sınırlamak için satın alacağı JGB miktarına bir üst sınır koymamaya devam edeceğini yinelemiştir.

2023 yılı dördüncü çeyreğinde Japonya'nın ortalama imalat ve hizmet PMI endeksleri düşmüştür. Ortalama İmalat PMI endeksi 48,3 seviyesinde gerçekleşirken ortalama hizmet PMI endeksi ise 51,3 seviyesine gerilemiştir. Sanayi üretim endeksi yılın dördüncü çeyreğinde dalgalı bir seyir izlerken kapasite kullanım oranı ise kademeli artış göstermiştir. Aralık ayında sanayi üretim endeksi 105,0 iken, kapasite kullanım oranı ise 107,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

3.2 Gelişmekte olan Ekonomiler

Çin ekonomisi 2023'ün dördüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde 5,2 büyümüştür. Bu büyüme oranı üçüncü çeyrekteki yüzde 4,9'luk büyümeden daha hızlı gerçekleşirken yüzde 5,3'lük piyasa tahminlerinin altında kalmıştır. Aralık ayına ilişkin veriler sanayi üretiminin neredeyse son iki yılın en yüksek artışını gösterdiğini, ancak perakende satışların son üç ayın en düşük artışını kaydettiğini ve ankete dayalı işsizlik oranının dört ayın en yüksek seviyesine çıktığını göstermiştir. Tüm yıl için ise Çin ekonomisi yüzde 5,2 oranında büyümüştür.

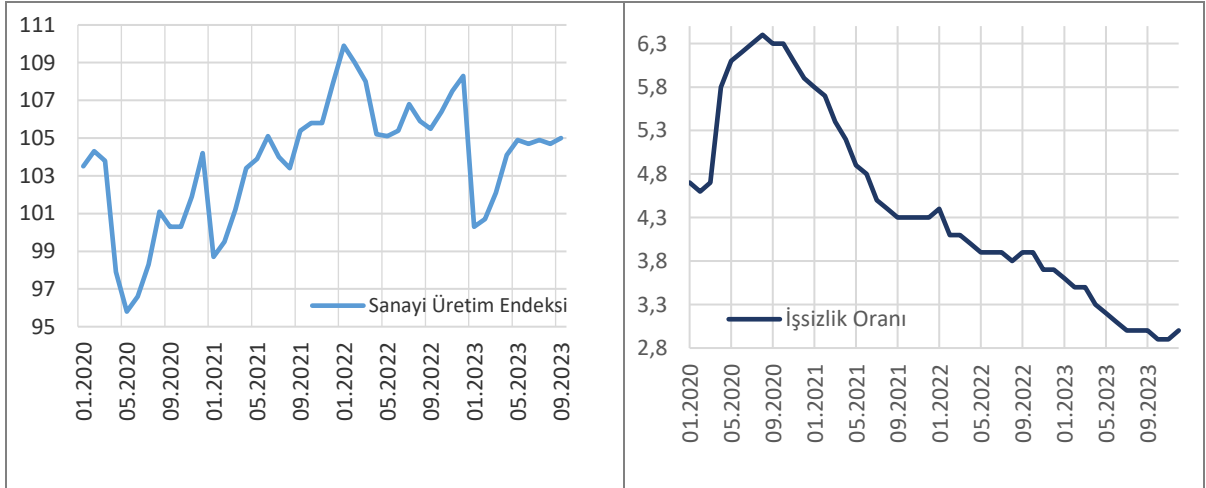
Grafik 11: Çin PMI ve Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: Bloomberg, CPB

Çin'de dördüncü çeyrekte hizmet PMI endeksi düşüş göstermiştir. 2023 yılı üçüncü çeyreğinde 52,0 olan hizmet PMI endeksi dördüncü çeyrekte 51,6 seviyesine gerilemiştir. İmalat PMI endeksi ise son dört çeyrekte 50,3 seviyesinde sabit kalmıştır. Çin'in sanayi üretim endeksi ise artış eğilimini sürdürmektedir.

Grafik 12: Rusya Sanayi Üretim Endeksi ve İşsizlik Oranı



Kaynak: Bloomberg

Rusya'nın sanayi üretim endeksi 2023 yılı Aralık ayında 105,2 olarak gerçekleşmiştir. Aralık ayındaki 105,2 seviyesi ile sanayi üretim endeksi 2023 yılının en yüksek seviyesinde gerçekleşmiştir.

Rusya'da işsizlik oranı tarihi düşük seviyeden yükselişe geçmiştir. Rusya'da işsizlik oranı Aralık 2023'te beklentilere paralel olarak yüzde 3'e yükselmiş ve önceki iki ayda kaydedilen yüzde 2,9'luk tarihi düşük seviyeden yukarı çıkmıştır. İşsiz sayısı Kasım ayındaki 2,2 milyona kıyasla 2,3 milyona

yükselmiştir. Eş zamanlı olarak, resmi kayıtlı işsiz sayısı 0,4 milyonda kalmıştır. Aralık 2022'de işsizlik oranı yüzde 3,7 ile daha yüksek bir seviyede yer almaktaydı.

Rusya'da enflasyon 2023 yılı Aralık ayında beklenmedik şekilde yavaşlamıştır. Rusya'da yıllık enflasyon oranı Aralık ayında bir önceki ayki yüzde 7,5 seviyesinden yüzde 7,4'e gerileyerek yüzde 7,6'lık piyasa beklentilerinin altında gerçekleşmiş ve faiz indirimlerini desteklemiştir. Tüketici fiyatları hizmet sektöründe daha yavaş artarken (yüzde 10,6'ya karşılık yüzde 8,3), bu oran tahminlerle de uyumlu gerçekleşmiştir. Öte yandan, gıda ve gıda dışı mallarda maliyet daha hızlı artmıştır.

4 İstikrar Görünümü

4.1 Risk Görünümü

Küresel düzeyde ekonomik yavaşlama belirginleşmektedir. Küresel enflasyonla mücadele kapsamında sıkılaştıran finansal koşullar, Rusya-Ukrayna savaşının sürmesi, Orta Doğu'da Gazze'ye yönelik saldırıların şiddetlenerek bölgesel istikrarsızlık kaynağı olması, bazı ülkelerdeki finansal kırılganlıklar ve zayıflayan küresel ticaret hacmi ile olası ani gelişen aşırı hava olayları ve doğal afetler, sosyal huzursuzluklar, terör eylemleri gibi unsurlar küresel büyümeyi sınırlamaktadır. Küresel enflasyonun özellikle gelişmiş ekonomilerde ivme kaybetmesi, finansal koşulların gevşeyeceği beklentilerini beslemektedir. Ancak gelişmiş ekonomilerin para otoritelerinin çekirdek enflasyonda gerileme eğilimi oluşana kadar politika faizini bir süre daha yüksek tutmaları muhtemeldir. Bu çerçevede, beklentilerden daha ılımlı bir yavaşlama olasılığı artmakta, finansal koşulların 2024'ün ikinci yarısında ılımlı gevşeyeceği öngörülmektedir. Gelişmiş ekonomilerin küresel büyümeyi sınırlaması, gelişmekte olan ülkelerin ise kırılganlıklarına rağmen görece daha kuvvetli büyümeleri tahmin edilmektedir.

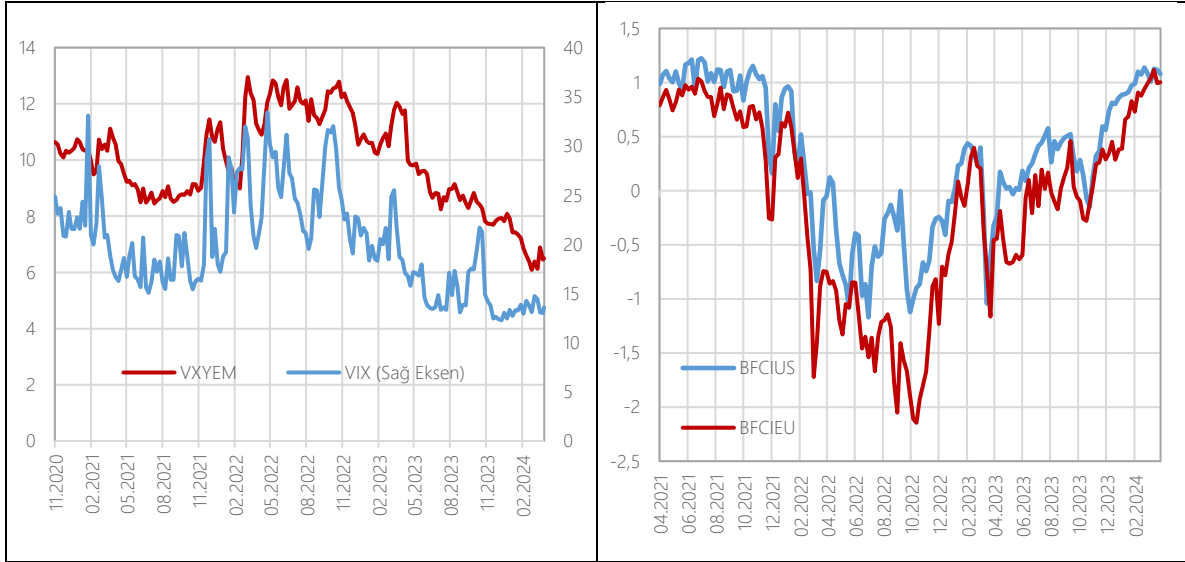
Sıkı maliye politikasının birçok ülke için gündeme gelmesi muhtemeldir. Enflasyonla mücadele kapsamında sıkılaştıran finansal koşullar gelişmiş ekonomilerde fiyat artışlarını belirgin düzeyde düşürmüştür. Ancak uzun süre yüksek seyreden faiz oranları ülkelerin, hane halklarının ve finansal kuruluşların bilançolarını faiz değişimlerine karşı daha duyarlı hale getirmiş ve likidite yönetimini güçleşmiştir. Zayıflayan enflasyonla birlikte merkez bankaları faiz politikalarını gözden geçirmektedir. Ancak küresel düzeyde gözlenen yüksek borçluluk ve kronikleşen bütçe açıkları nedeniyle bir mali konsolidasyon olasılığı yükselmekte olup, ılımlaşması beklenen para politikasına sıkı maliye politikasının eklenmesi muhtemeldir. Maliye politikalarının sıkılaşması halinde büyümenin öngörülenden daha hızlı yavaşlaması ihtimali bulunmaktadır. Nitekim öncü göstergeler bazı gelişmiş ülkelerin teknik resesyona doğru ilerlediğini göstermektedir.

Jeopolitik ayrışma küresel ticarete riskleri beraberinde getirmektedir. Jeopolitik ve ticari gerilimler, özellikle Orta Doğu'da yaşanan saldırıların küresel ticaret rotalarını sekteye uğratması, devam eden Rusya-Ukrayna savaşı ve doğal afetler küresel ekonomik düzende belirsizlikleri beslemektedir. Özellikle enerji sorunları, tedarik zinciri aksaklıkları ve artan jeopolitik gerilimler, küresel ticarete ayrışmaları beraberinde getirmektedir. Bir tarafta Batı'daki ABD-Avrupa eksenli ekonomik güç merkezi, başta Çin ve Rusya olmak üzere Doğu'ya olan enerji ve tedarik

bağımlılığını azaltmaya çalışmaktadır. Diğer tarafta ise Çin'in ekonomik hamlelerle, küresel ticaretteki konumunu korumaya gayret gösterdiği görülmektedir. Ayrışma ile ortaya çıkan karşılıklı yaptırımlar gıda, enerji ve yüksek teknoloji alanında farklı dönüşümleri beslemektedir.

Yapay zekâ ekonomilerde ve işgücü piyasasında hızlı ve belirsiz dönüşümlere sebep olmaktadır. Yaşlanan dünya nüfusuna eşanlı olarak özellikle gelişmiş ekonomilerde hizmet sektöründe işgücü talebi karşılanamamaktadır. Aynı zamanda yapay zekâ alanında gerçekleşen gelişmeler beyaz yaka çalışanlarının verimliliğini artırırken işgücü piyasasını da değiştirmektedir. Yapay zekâ bazı mesleklerin yok olmasına ve kazanılmış yeteneklere olan ihtiyacın azalmasına yol açabilecek hızda gelişmektedir. Yapay zekânın kullanımı konusunda yasal çerçeveye olan ihtiyaç artmakta ve insan hayatı üzerinde olabilecek risklerinin yönetimi daha da önemli hale gelmektedir. Nitekim yapay zekâ tabanlı yanlış bilgilendirme ve dezenformasyon veya siber saldırılar dünya genelinde güvenlik sorunlarına yol açabilecektir.

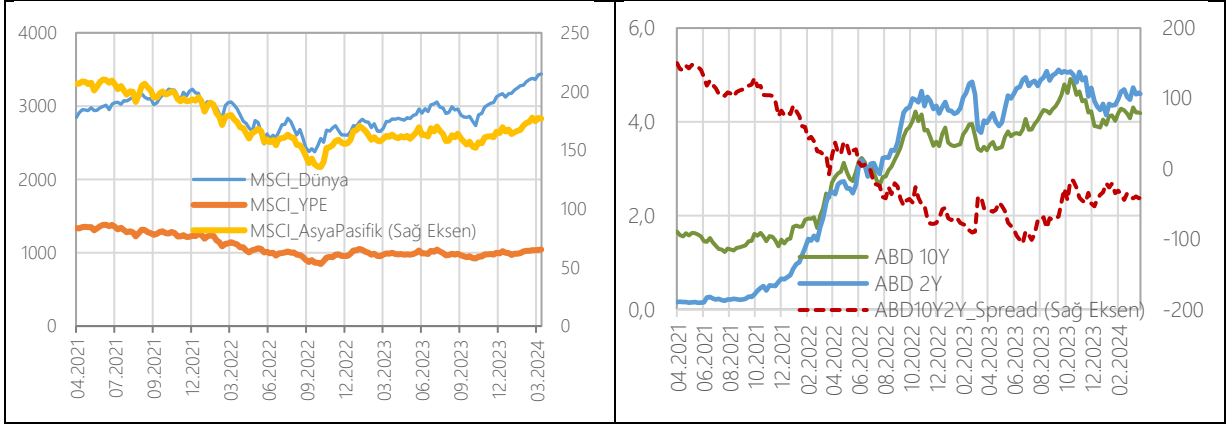
Grafik 13: Risk (VIX ve VXYEM) ve Finansal Durum Endeksleri



4.2 Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları, 2024 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ekonomilerin çekişiyile olumu bir seyir izlemiştir. Teknoloji firmalarının karlılığındaki yükselişin devamı, özellikle 2023 yılı bilançolarının öngörülenden güçlü gelmesi, küresel ölçekte sermaye piyasalarında değer artışlarının devam etmesini sağlamıştır. Jeopolitik gelişmelerin ana risk unsuru olarak varlığını hissettirdiği bu dönemde sınırlı dalgalanmalar yaşanmakla birlikte tüm piyasalarda genel bir artış izlenmiştir. Bölgesel olarak bakıldığında ise yükselen piyasa ekonomilerinin, sermaye piyasalarındaki gelişimin, özellikle Asya-Pasifik bölgesi gelişiminin gerisinde kaldığı görülmektedir.

Grafik 14: Borsa Bileşik Endeksleri ve ABD 2 Yıl ve 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri ile Spreadi

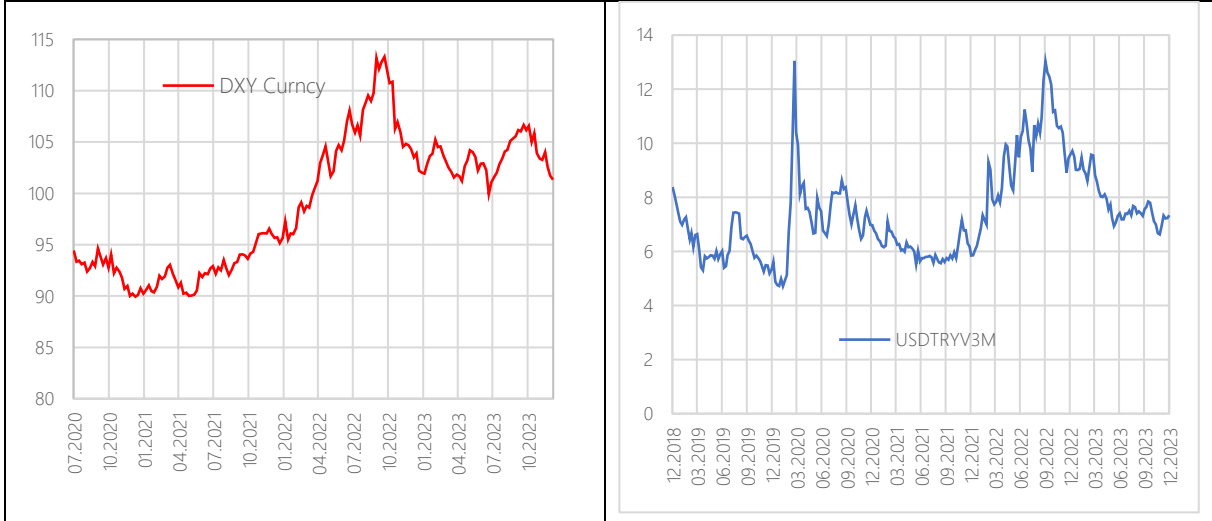


Kaynak: Bloomberg

4.3 Döviz Piyasası

2022 yılının ilk çeyreğinde yükseliş eğiliminde olan ve 2022 yılının üçüncü çeyreğinde en yüksek değerine ulaşan ABD doları, küresel ölçekte negatif ayrışarak 2023 yılının dördüncü çeyreğinde değer kaybetmiştir. 2022'nin ikinci çeyreğinden itibaren Fed'in faiz oranlarını kademeli olarak artırması, küresel ekonomide yavaşlama, diğer para birimlerinden Euro ve İngiliz sterlininin ABD Doları karşısında değer kazanması, jeopolitik gerilimler ve kripto paraların değer kazanması gibi nedenler ile 2023 yılının dördüncü çeyreğinde ABD dolar endeksi azalma eğilimini devam ettirmiştir. Ancak 2023 yılının ikinci çeyreğinden itibaren Fed'in faiz oranlarını yüzde 5,5 seviyesinde sabit tutması ile birlikte dolar endeksinin üç aylık ortalaması yatay seyretmiştir.

Grafik 15: Dolar Endeksi ve Oynaklık

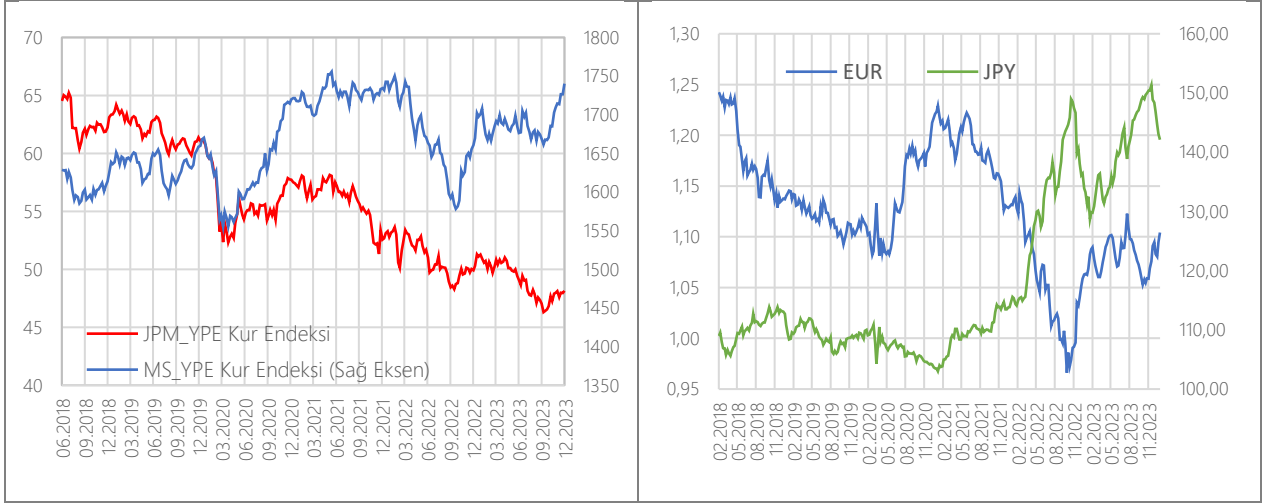


Kaynak: Bloomberg

MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi ABD ve AB'de uygulanan daraltıcı politikalar ile birlikte 2023 yılının dördüncü çeyreğinde yatay seyrederken JP Morgan yükselen piyasa ekonomileri endeksi azalma eğilimine girmiştir. 2023 yılının dördüncü çeyreğinde USD/TRY kurunun yatay seyrettiği gözlenmektedir. Diğer taraftan 2023 yılının dördüncü çeyreğinde ABD doları ve Euro

kurundaki dalgalanmalar neticesinde Euro/Dolar paritesi artış eğiliminde iken, Japon Yeni/Dolar paritesi azalış eğilimindedir.

Grafik 16: MSCI ve JPM YPE Kur Endeksleri ile Gelişmiş Ülke Para Birimlerinde Dolar Paritesi

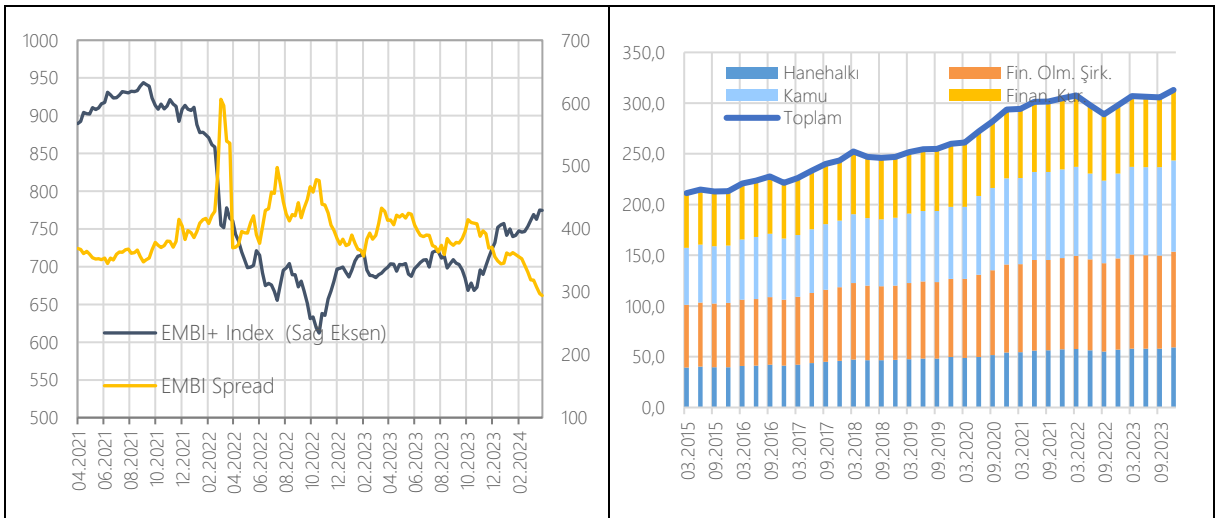


Kaynak: Bloomberg

4.4 Ülke Riski ve Bono Getirileri

Küresel borç stokunun 2023 yıl sonu itibarıyla 313 trilyon dolara ulaştığı tahmin edilmektedir. Yüksek faiz koşulları altında, borç stoku 2023 yılında bir yılda 15,2 trilyon dolar artarak 313 trilyon dolara ulaşarak artışına devam etmiştir. Ancak küresel hasılanın öngörülenden yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi, küresel borç/gelir oranının 2023 yılında yatay seyretmesini sağlamıştır. Borç stokundaki bir önceki yıla göre gerçekleşen artışın belirleyici unsuru küresel kamu borçlanması olduğu görülmektedir. Kamu borç stokundaki 6,3 trilyon dolar düzeyindeki artışı 4,3 trilyon dolarla finansal olmayan şirketleri kesimi borçlanması izlerken, hanehalkı ve finansal kuruluşların borç stokundaki yıllık artış 2,3'er trilyon dolar düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir.

Grafik 17: YPE Bono Endeksleri ve YPE Kesimlere Göre Borç Stoku (Trilyon dolar)



Kaynak: Bloomberg, IIF

Gelişmekte olan ekonomilerin bono getirileri ise 2023 yılı Ekim ayından itibaren yükseliş arz etmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ekonomilerin kısa ve orta vadeye yönelik ekonomik aktivite göstergelerinin güçlü olması, bono getirilerinin yükselmesini desteklemiştir. Gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarının yüksek düzeyi, tahvil piyasalarında gelişmekte olan ekonomi bono spreadlerinin gerilemesine yardımcı olmuştur.

Grafik 18: Seçilmiş Yükselen Piyasa Ekonomilerinde 5 Yıllık CDS Spreadleri

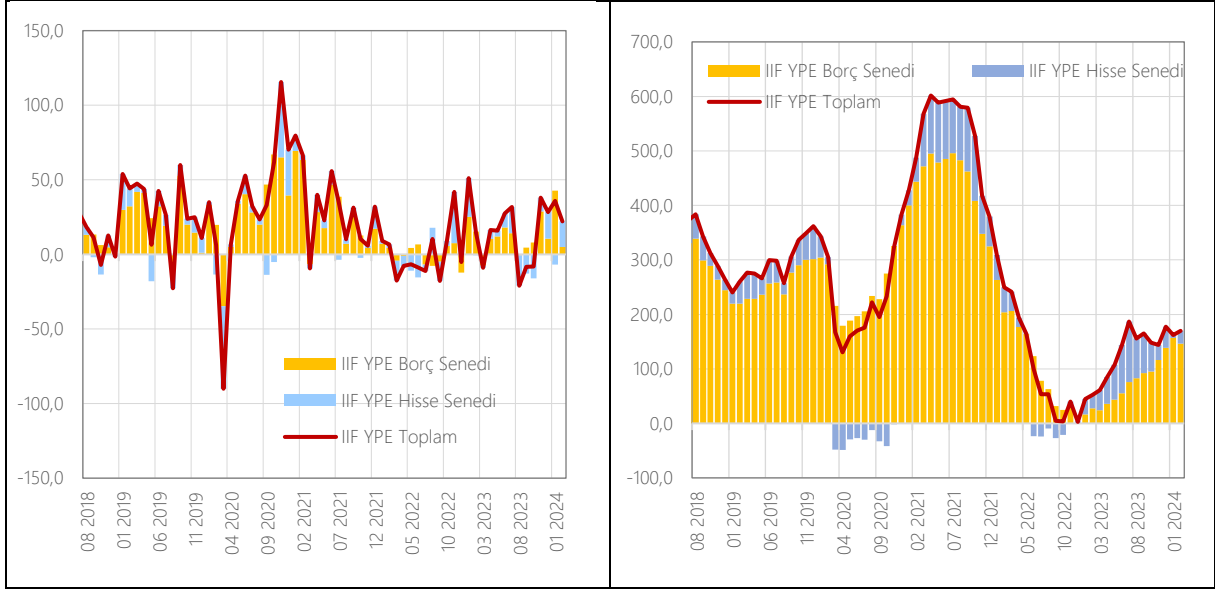


Kaynak: Bloomberg

Yükselen piyasa ekonomilerinin ülke CDS primleri yatay seyretmektedir. 2023 yılının ilk üç çeyreğinde küresel ekonomik aktivitenin beklenenden daha güçlü devam etmesi ve yükselen piyasa ekonomilerine yönelik tahminlerin görece olumlu seyretmesiyle CDS primlerinde belirgin bir düşüş izlenmiştir. 2023 yılının son ve 2024 yılının ilk çeyreğinde de söz konusu görünüm devam etmiş, genel olarak CDS primlerinde yatay bir seyir izlenmiştir.

Gelişmekte olan ekonomilere yönelik küresel sermaye akımları, 2023 Ağustos ayındaki sert düşüş sonrası toparlanmıştır. 2024 yılının ilk iki aylık verileri incelendiğinde yılsonundan bu yana girişlerin arttığı görülmektedir. Girişlerin ise ilk başta borç senedi üzerinden olduğu, son dönemde de sermaye piyasası enstrümanlarına yönelik olduğu gözlenmektedir. Yıllıklandırılmış birikimli seriler incelendiğinde 2024 yılına devam eden hareketin ılımlı bir pozitif giriş biçiminde güç kazandığı ve görece yatay bir seyrin devam edebileceği öngörülmektedir.

Grafik 19: YPE'lere Yönelik Portföy Akımları



Kaynak: IIF

Kaynakça:

ABD Merkez Bankası (Fed)

ABD Nüfus Sayım Bürosu (U.S. Census Bureau)

ABD İşgücü İstatistikleri Bürosu (U.S. Bureau of Labor Statistics)

Avrupa İstatistik Ofisi, Eurostat

Avrupa Komisyonu

Avrupa Merkez Bankası (ECB)

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı Örgütü (UNCTAD)

Bloomberg

Dünya Bankası, Küresel Ekonomik Beklentiler (Global Economic Prospects)

Dünya Ticaret Örgütü (WTO)

Focus-economics

Hollanda Ekonomik Politika Analiz Bürosu (CPB)

Japonya Ekonomi, Ticaret ve Sanayii Bakanlığı (METI)

İktisadi Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), Ekonomik Görünüm (Economic Outlook)

Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO)

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), Capital Flows to Emerging Markets Report

Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook)

Uluslararası Para Fonu (IMF), Küresel Finansal İstikrar Raporu (Global Financial Stability Report)