



Nuriel Roubini

New York Üniversitesi
Stern School of Business
Fahri Ekonomi Profesörü

Stagflasyonist bir borç krizi yaklaşıyor

Mevcut bağlamda, herhangi bir geri tepme - son iki haftadaki gibi - olağan dipten alım fırsatından ziyade ölü kedi sıçraması olarak görülmelidir. Mevcut küresel durum bizi birçok soruyla karşı karşıya bıraksa da, çözülmesi gereken gerçek bir bilmece yok. İşler daha iyiye gitmeden önce çok daha kötü olacak.

Önümüzdeki yıl için küresel finansal ve ekonomik görünüm, politika yapımcılar, yatırımcılar ve hane halklarının beklentilerini ne kadar ve ne kadar süreyle revize etmeleri gerektiğini sormasıyla son aylarda hızla bozuldu. Bu, altı sorunun cevabına bağlı. Birincisi, çoğu gelişmiş ekonomide enflasyondaki artış geçici mi yoksa daha kalıcı mı olacak? Bu tartışma geçen yıl alevlendi, ancak şimdi büyük ölçüde karara bağlandı: "Kalıcı Takım" kazandı ve daha önce çoğu Merkez Bankası ve mali otoriteyi içeren "Takım Geçişi" yanıldıklarını kabul etmeli. İkinci soru, enflasyondaki artışın daha çok aşırı toplam talepten mi (gevşek para, kredi ve maliye politikaları) yoksa stagflasyonist negatif toplam arz şoklarından mı (ilk COVID-19 karantinaları, tedarik zinciri darboğazları, azalan ABD dahil, işgücü arzı, Rusya'nın Ukrayna'daki savaşının emtia fiyatlarına etkisi ve Çin'in "sıfır-COVID" politikası) kaynaklandığıdır.

Resesyon mümkün, yumuşak iniş çok zor

Hem talep hem de arz faktörleri karışıkdayken, artık arz faktörlerinin giderek daha belirleyici bir rol oynadığı yaygın olarak kabul edilmektedir. Bu önemlidir, çünkü arza dayalı enflasyon stagflasyonisttir ve bu nedenle para politikası sıkılaştırıldığında sert iniş (artan işsizlik ve potansiyel olarak bir durgunluk) riskini artırır. Bu doğrudan üçüncü soruya yol açar: ABD Merkez Bankası ve diğer büyük Merkez Bankalarının para politikasını sıkılaştırması sert mi yoksa yumuşak bir iniş mi getirecek? Yakın zamana kadar çoğu merkez bankası ve Wall Street'in çoğu "Team Soft Landing"i işgal etti.

Ancak Fed Başkanı Jerome Powell'in bile bir resesyonun mümkün olduğunu ve yumuşak bir inişin çok zor olacağını kabul etmesiyle fikir birliği hızla değişti. Ayrıca, New York Federal Rezerv Bankası tarafından kullanılan bir model, sert bir iniş olasılığının yüksek olduğunu gösteriyor ve İngiltere Merkez Bankası da benzer görüşler dile getiriyor. Birkaç önde gelen Wall Street kurumu, şimdi bir durgunluğun temel senaryoları olduğuna karar verdi (diğer tüm değişkenler sabit tutulursa en olası sonuç). Hem ABD'de hem de Avrupa'da, ileriye dönük ekonomik faaliyet ve iş ve tüketici güveni göstergeleri keskin bir şekilde güneşe doğru gidiyor.

Sert iniş olursa, enflasyonda kalıcı bir artış veya stagflasyon bekleyebiliriz

Dördüncü soru, sert bir inişin merkez bankalarının enflasyon konusundaki şahin kararlılığını zayıflatıp zayıflatmayacağıdır. Sert bir iniş olası hale geldiğinde politika sıkılaştırma-

ABD gibi büyük ekonomilerin, art arda gelen mali çalkantıların eşlik ettiği bir resesyona doğru gittiğinden endişe etmek için yeterli neden var. Hem 1970'lerin hem de 2008 çöküşünün en kötü unsurlarından bazıları, hisse senedi piyasalarının ayı bölgesinde daha derine hareket etmesi muhtemeldir.

larını durdururlarsa, enflasyonda kalıcı bir artış ve ekonomik aşırı ısınma (hedef enflasyonun üzerinde ve potansiyel büyümenin üzerinde) veya stagflasyon (hedefin üzerinde enflasyon ve durgunluk) bekleyebiliriz. Talep şokları veya arz şokları baskındır. Çoğu piyasa analisti, merkez bankalarının şahin kalacağını düşünüyor gibi görünüyor, ancak ben o kadar emin değilim. Sert bir iniş yaklaştığında, eninde sonunda pes edeceklerini ve daha yüksek enflasyonu kabul edeceklerini - ardından stagflasyonu - kabul edeceklerini, çünkü aşırı özel sektör birikimi nedeniyle bir durgunluğun ve bir borç tuzağının zararından endişe edeceklerini savundum. Artık daha fazla analist için sert bir iniş temel olmaya başladığından, yeni (beşinci) bir soru ortaya çıkıyor: Yaklaşan durgunluk hafif ve kısa ömürlü mü olacak yoksa daha şiddetli ve derin finansal sıkıntı ile karakterize mi olacak? Sert iniş temeline geç ve isteksizce gelenlerin çoğu, hala herhangi bir durgunluğun sığ ve kısa olacağını iddia ediyor.

Günümüzün mali dengesizliklerinin 2008 küresel mali krizi öncesindekiler kadar şiddetli olmadığını ve bu nedenle ciddi bir borç ve mali krizle birlikte bir resesyon riskinin düşük olduğunu savunuyorlar. Ancak bu görüş tehlikeli derecede saftır. Bir sonraki resesyonun şiddetli bir stagflasyonist borç kriziyle işaretleneceğine inanmak için yeterli neden var. Küresel GSYİH'nin bir payı olarak, özel ve kamu borç seviyeleri, 1999'da yüzde 200'den bugün yüzde 350'ye yükselerek (özellikle pandeminin başlangıcından bu yana keskin bir artışla) geçmişte olduğundan çok daha yüksek. Bu koşullar altında, para politikasının hızlı bir şekilde normalleşmesi ve artan faiz oranları, yüksek kaldıraçlı zombi haneleri, şirketleri, finansal kurumları ve hükümetleri iflasa ve temerrüde sürükleyecektir.

Stagflasyonist bir borç krizine doğru gidiyoruz

Bir sonraki kriz öncekiler gibi olmayacak. 1970'lerde stagflasyon yaşadık ama borç seviyeleri düşük olduğu için büyük borç krizleri olmadı. 2008'den sonra bir borç krizi yaşadık ve bunu düşük enflasyon veya deflasyon izledi. Çünkü kredi sıkışıklığı negatif bir talep şoku yaratmıştı. Bugün, çok daha yüksek borç seviyeleri bağlamında arz şokları ile karşı karşıyayız; Bu, 1970'ler tarzı stagflasyon ile 2008 tarzı borç krizlerinin bir kombinasyonuna, yani stagflasyonist bir borç krizine doğru gittiğimizi ima ediyor. Bir merkez bankası, stagflasyonist şoklarla karşı karşıya kaldığında, ekonomi resesyona girerken bile politika duruşunu sıkılaştırmalıdır. Dolayısıyla bugünkü durum, merkez bankalarının düşen toplam talep ve deflasyonist baskıya yanıt olarak para politikasını agresif bir şekilde gevşetebildiği küresel mali krizden veya pandeminin ilk ay-



larından temelde farklıdır. Mali genişleme alanı da bu sefer daha sınırlı olacak. Mali mühimmatın çoğu kullanıldı ve kamu borçları sürdürülemez hale geliyor.

Tarih, hisse senedi piyasasının dibe vurmadan önce düşeceğini gösteriyor

Günümüzün yüksek enflasyonu küresel bir olgu olduğu için, çoğu merkez bankası aynı anda sıkılaşıyor ve böylece senkronize bir küresel durgunluk olasılığını artırıyor. Bu sıkılaştırma şimdiden etkisini gösteriyor: Kamu ve özel sermaye, gayrimenkul, konut, meme hisse senetleri, kripto, SPAC'ler (özel amaçlı satın alma şirketleri), tahviller ve kredi araçları dahil olmak üzere her yerde balonlar sönmüyor. Reel ve finansal servet düşüyor, borçlar ve borç ödeme oranları artıyor. Bu bizi son soruya getiriyor: Hisse senedi piyasaları mevcut ayı piyasasından toparlanacak mı (son zirveden en az yüzde 20'lik bir düşüş) yoksa daha da mı düşecek? Büyük olasılıkla, daha da düşecekler.

Sonuçta, tipik sade vanilya resesyonlarında, ABD ve küresel hisse senetleri yaklaşık yüzde 35 oranında düşme eğilimindedir. Ancak, bir sonraki durgunluk hem stagflasyonist hem de bir finansal krizle birlikte olacağından, hisse senedi piyasalarındaki çöküş yüzde 50'ye yakın olabilir. Durgunluğun hafif mi yoksa şiddetli mi olduğuna bakılmaksızın, tarih, hisse senedi piyasasının dibe vurmadan önce düşmesi için çok daha fazla alana sahip olduğunu gösteriyor. Mevcut bağlamda, herhangi bir geri tepme - son iki haftadaki gibi - olağan dipten alım fırsatından ziyade ölü kedi sıçraması olarak görülmelidir. Mevcut küresel durum bizi birçok soruyla karşı karşıya bıraksa da, çözülmesi gereken gerçek bir bilmece yok. İşler daha iyiye gitmeden önce çok daha kötü olacak.