

## Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

19 Kasım 2014

**Haftanın Ortası** artık her Çarşamba posta kutunuzda. Raporumuzun amacı, küresel dinamizmin bu derece yoğun olduğu yeni dünya düzeni içerisinde, hızla değişen güncelin yansımalarını yakalayıp sizlere ulaştırmak.

Bu hafta Avrupa'nın ve Japonya'nın deflasyonla savaşını ele aldık.

Japonya'nın son 20 yıldır büyümemesi sorunu ile küresel krizin etkileri birleşince Başbakan Abe'nin maliye ve parasal gevşek politikaları borç duvarına çarpmış gibi duruyor. "Abenomics" ne %2 büyüme ne de %2 enflasyon hedeflerine ulaşmadan iflas edecek mi? Yoksa planlanan vergi artışlarının ertelenmesi ve erken seçim kararı Japonya'yı tekrar büyüme rayına sokabilecek mi?

Avrupa tarafındaysa parasal genişleme tüm dertlere çare olabilecek gibi durmuyor. Kısa vadede petrol fiyatlarındaki sert düşüş, para politikasına etki alanı sağlasa da, uzun vadede yapısal değişim gerçekleşmezse Euro hayatta kalabilecek mi?

Keyifli okumalar dileriz.

### Avrupa'nın ve Japonya'nın deflasyonla savaşı...

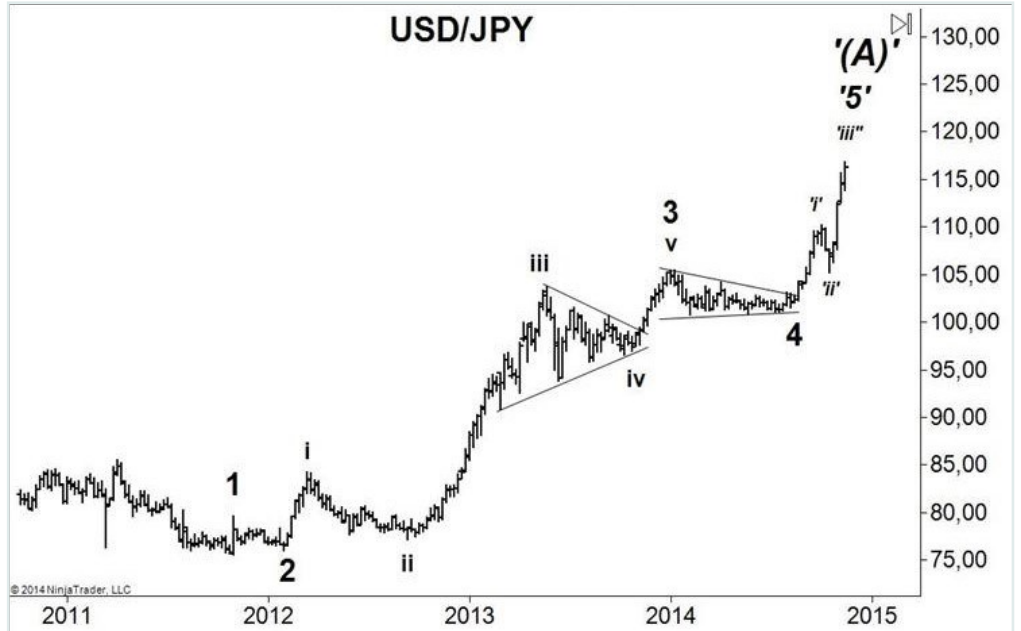
Başta altın ve petrol olmak üzere hammadde fiyatlarındaki hızlı gerileme, FED düşmeye basmadan önce aylarca devam edecek düşük faiz ortamına bir de Avrupa Merkez Bankası (AMB) ve Japonya Merkez Bankası'ndan akmasına an meselesi olarak bakılan daha da çok likiditeyle birleşince, piyasalarda parti havasının devam etmesiyle sonuçlanıyor.

Partiyi sağlayan etmenlerin

arkasındaki nedenler ise piyasalar açısından şu an için öncelikli değil.

Ancak, sürprizli gelişmelerden kendini korumak isteyenler açısından, hammadde fiyatlarının neden düştüğü; AMB'nin neyi amaçlayarak parasal genişlemede ilerleyeceği; ve birdenbire resme eklenen Japonya kaynaklı likiditenin neyi bertaraf etmek için acilen gündeme geleceğini anlamakta büyük yarar var.

**Grafik 1.** DolarYen (2011-2014)



## Japonya: büyümeme sorunu mu borç sorunu mu?

Güncel ekonomi okuyucusunun "Abenomics" jargonunu son bir buçuk sene içinde duymuş olması gerek. Duymamış; ya da duysa da ne olduğunu merak etmemiş olanlar için kısa bir açıklama yapmak gerekli.

1990'ların başında Japon mucizesinin arkasındaki balonun patlamasıyla rekabet gücü gerileyen Japonya, izleyen neredeyse 20 yıllık sürede ABD lehine kaybettiği payı yerine koyamadı. Çünkü Japonya'nın çok düşük işsizlik oranı ve sadece Tokyo'ya bakınca bile ülkenin elle tutulur seviyede gözlenen serveti; Japonya'nın yaşlanan nüfusunun ekonomiye tekrar güven duyarak harcamalarını artırmalarını sağlamıyor.

Geçtiğimiz yıl seçilen Başbakan Shinzo Abe ise, seçim politikasını, Japon ekonomisini tekrar büyüme eğilimine sokmaktaki iddiası üzerine kurmuştu.

Son 15 senedir düşük büyüme beraberinde gerileyen fiyatlara çare olmak için, kısaca "Abenomics" denen plan çerçevesinde yeni Başbakan, mali ve parasal genişleme yoluyla, "yapısal reformlar" ile beraber %2 hedefine yükselecek

enflasyon yaratmak ve tüketimi körükleyerek büyümeyi de %2 seviyesine çekmek için görevi devralmıştı.

Japon Merkez Bankası'nın tahvil alım planı çerçevesinde para basarak artırdığı yen likiditesine, hükümet de harcamaları artırarak cevap verince, ilk etapta işler yoluna girmiş gibi görünmeye başladı. İşsizlik hızla %3,6 oranına gerilerken, enflasyon tarafında da hayat belirtileri izlenmeye başladı.

Ancak, gelişmiş ülkelerdeki borç yükünün yüksekliği son küresel krizle beraber borç farkındalığının yeniden öne çıkmasıyla, büyüme politikalarının önünde önemli bir engel oluşturuyor. Japonya'nın kamu borç stoku ise gelişmiş ülkeler kategorisinde en yüksek seviyede bulunuyor.

Başbakan Abe de GSMH'sinin %230'larında dolaşan Japon borç stokunun orta vade üzerinde yarattığı riskleri azaltabilmek adına, altı ay kadar önce önceliğini borç stokunun yüksekliğine doğru çevirince, Japonya ekonomisi için işler yeniden ters gitmeye başladı.

Tam da yavaş yavaş canlanma işaretleri veren Japon ekonomisi, Abe'nin Nisan 2014'te tüketim üzerindeki KDV'yi %5'den %8'e

çıkarmasıyla birden bire yeniden duraklamaya girdi. Keza, zaten büyümekte zorlanan Japonya GSMH'sinin %60'ı tüketim kaynaklı.

Japon Merkez Bankası, hükümetin gevşek maliye politikasından bir anda sıkı maliye politikasına geçişe katılmayarak, daha fazla tahvili daha fazla yen basıp alarak ekonomiyi desteklemeye çalıştıysa da; enflasyonun tekrar eksiye dönmesinin önüne geçemeyerek Japonya'nın yeniden deflasyona gömülmesine engel olamadı. Bu arada artan likiditeyle beraber, yen dolar karşısında son dönemlerin en hızlı değer kaybını yaşadı.

Kısaca, ne büyüme ne de enflasyon %2 hedefine yaklaştı.

Japonya'nın borç stokunun büyük bir kısmı kendi vatandaşlarına yen üzerinden oluşuyor. Dolayısıyla, herhangi bir hükümetin Japon vatandaşlarının yenin değeri konusunda endişeye kapılarak borç dinamiklerini ve haliyle bir sonraki seçim sonuçlarını tehlikeye atması beklenemez.

Başbakan Abe de, bunca para basımının ardından, Japonların ellerinde yen üzerinden tuttıkları tahvil varlıklarının enflasyon ile eritilerek borç stokunun kontrole alınmaya

çalışıldığı; yaratılan bütçe açığının monetize edilerek kapatılacağı endişelerine kapılmalarını engellemek adına vergi artışlarını gündeme getirmişti. Nisan'daki artırımın ardından Ekim 2015'te de KDV oranını %8'den %10'a bir tur daha yükseltileceğini açıklamıştı.

Bugün ise ortaya çıkan, Abe'nin bu adımı atmakta çok erken davrandığı. Başbakan Abe bu hafta başında 2015 içinde planlanan KDV artışlarını 18 ay ertelediğini açıkladığı gibi, Aralık ortasında yapılacak bir erken seçimin kararını da aldı.

2008'den bu yana dördüncü kez teknik resesyona girmiş Japon ekonomisinde öncelikli konu şimdi yeniden büyümenin desteklenmesi. İşgücünün

yapısına ve rekabet gücüne odaklanması gerekli yapısal reformlar konusunda adımlar atmak bu açıdan elbette önemli. Önümüzdeki ay yapılacak seçimlerin ardından yeni hükümet reformlarda ilerleme konusunda da desteğini tazelemiş olacak. Ancak bilindiği üzere, yapısal reformların ekonomik sonuçları bugünden yarına görülemiyor.

Büyüme için kısa vadede tetiklemenin yolları ise Japonya özelinde enflasyon yaratmaktan geçiyor. Tabii enflasyonu hedeflerken, borç dinamikleri açısından bir anda korkuya kapılmak Abe hükümeti açısından yanlış bir tercih olarak tarihe geçmiş oldu.

Abe'nin şimdi yapması

gereken, yeniden seçilmesiyle beraber- ki Japonya'da muhalefetin dağınlığı Abe'nin seçileceği beklentilerini güçlendirmekte- parasal genişleme ile yaratmaya çalıştıkları %2'lik enflasyonun bütçe açığını kapatmayı değil; büyümeyi sağlamak için hedeflendiğine Japon tüketicileri ikna etmek.

Keza, eksi seviyelerden %2 civarına çekilecek bir enflasyon, hem büyümenin yolunu açacak bir şok olacak hem de bir süre için borcun yönetimini Japon hükümeti adına kolaylaştıracak.

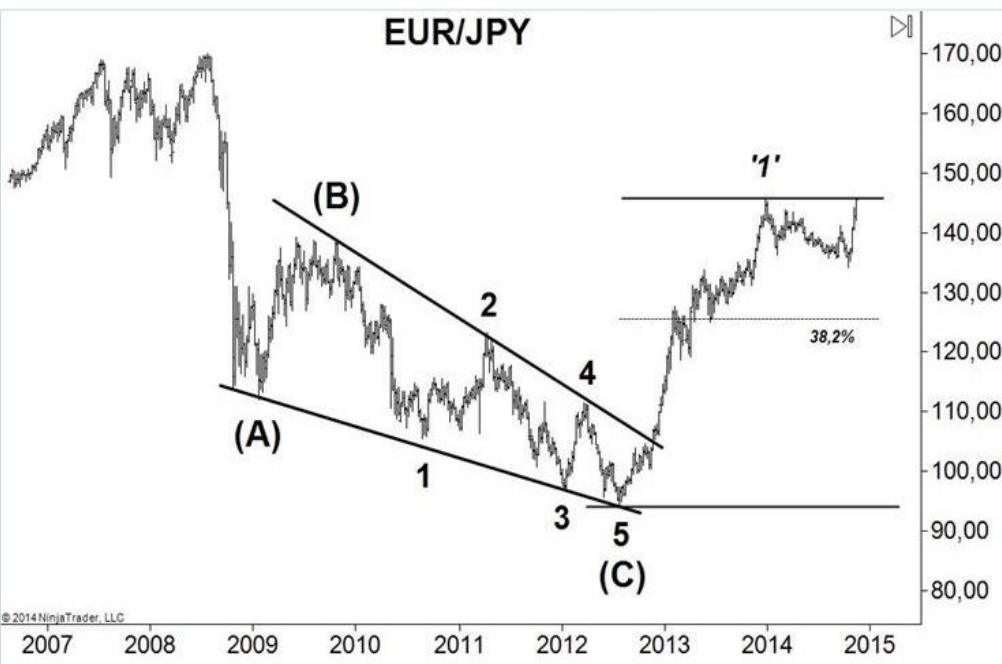
### Avrupa: parasal birliğin geleceği yapısal reformlara bağlı...

Bir ekonomist olarak dünya ekonomisinde son yedi yıldır yaşanan sorunları, çözüm çabalarını ve ülkeler arasında oluşan farklılıkları izlemek çok ilgi çekici.

Japonya'da parasal genişleme "büyümememe" sorununa önemli bir çözüm adımı olarak ağırlığını koyarken, benzer deflasyonist tehditlerle savaş halinde olan Euro Bölgesi ekonomileri açısından parasal genişlemenin çözümden çok problem olarak algılanması, konu hakkında kafa yormayı gerektiriyor.

Avrupa Merkez Bankası (AMB)

Grafik 2. EuroYen (2011-14)



Kaynak: ECR



ilan ettiği üzere bilanço büyüklüğünü mevcut 2 trilyon euro seviyesinden 3 trilyon euro seviyesine yükseltecek. AMB'nin her toplantısı ve haliyle APB tarafından gelen her moral bozucu ekonomik veri, AMB'nin bu adımı en geç Aralık ortası ile Ocak 2015 sonu arasında bir yerlerde hızlıca atmaya başlayacağı beklentilerini körüklüyor. İyi de, AMB'nin 2012 bilançosu zaten 3 trilyon dolar seviyesindeydi; ve hatırlanacağı üzere bu miktar bir parasal genişleme o dönemde de asıl derde çare olmakta başarılı olmamıştı.

Elbette aradan geçen üç dört yıllık sürede banka stres testlerinde bir tur daha geride bırakıldı ve yakın zamanda, Avrupa bankalarının sermaye açısından önemli bir sıkıntıda olmadığı ortaya çıktı. AMB ise geçtiğimiz birkaç gün içinde bankalarla olan tüketici ve yatırım kredilerini artırma çalışmalarının yanında, tahvil alımını hem çeşitlendirip, hem de artıracığını açıklayarak yine yeniden bir kıvılcım yaratmaya çalıştı.

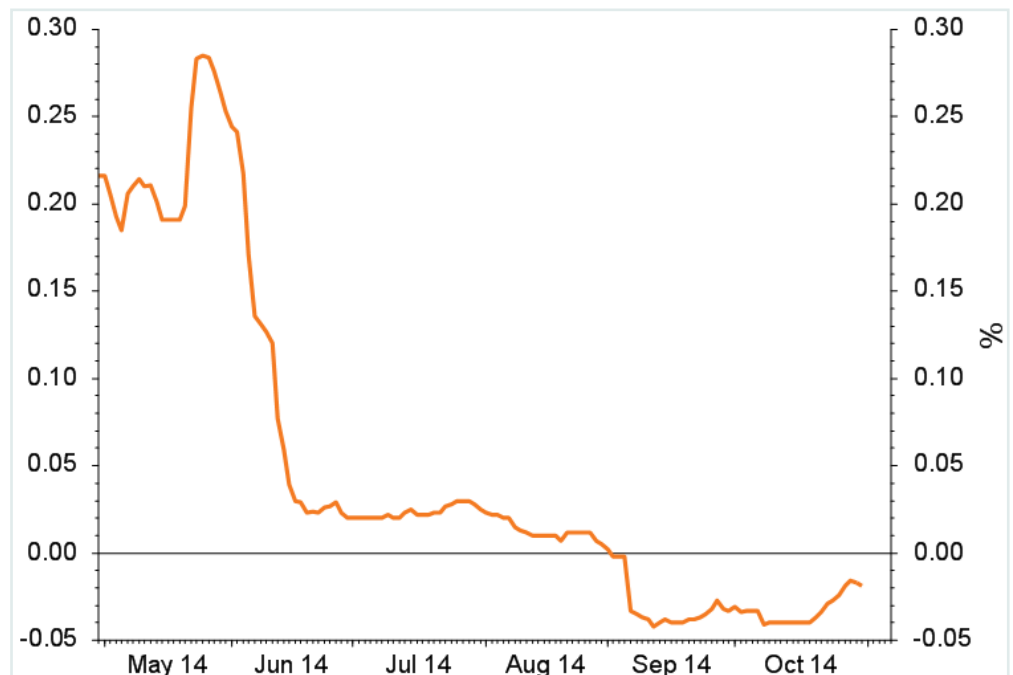
Fakat iş dönüp dolaşıp, Avrupa ekonomisinin politik gerekçelerle ertelenerek uzun yıllardır biriken yapısal problemlerine geliyor işte.

Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan bir araştırma raporu, ABP ekonomileri için

hiç de hoş olmayan bir gelecek 50 yıl resmi çiziyor. Bu rapora göre, Avrupa'nın çalışan nüfusu 2060 yılına kadar azalmaya devam edecek ve her bir emekli kişiye karşılık olarak çalışan kişi sayısı bugünkü seviyesi olan dört kişiden 2060 yılında ikiye inmiş olacak. Yatırım iştahının daha bugünden bile baskı altında olmasına bakarak, önümüzdeki 50 yılda verimlilik artışı sağlanamayacağı hesabı üzerinden Euro Bölgesi ekonomileri için potansiyel büyüme oranını %1 civarında hesaplıyor.

Bu birleşim, Avrupa ekonomileri için azalan tüketim ve artan borç yükü anlamına geliyor. **Euro Bölgesi için deflasyonist**

**Grafik 3.** 1 Haftalık Euro Repo Oranı



Kaynak: ECR

ekonomilerine değil, büyük olasılıkla hikayesi güvenilir olan başka ülkelerin ekonomilerine akacak önümüzdeki yıl. Euro Bölgesi ekonomileri ise, kucaklarında aynı değişmemiş problemlerle yerlerinde oturuyor olacaklar.

Almanya'nın parasal genişlemenin tahvil alım programına dönüşmesine karşı çıkararak ısrarla İtalya, İspanya, Fransa, Yunanistan gibi ekonomilere anlatmaya çalıştığı işte bu durum. Almanya ve AMB deflasyonla mücadele yöntemi konusunda bu sorunlu ülkelerle anlaşamıyorlar. Almanya sorunlu ülkelerin zaman içinde rekabet güçlerini kaybetmelerine neden olan emek maliyetlerindeki yükseklik, inovasyon ve esneklik eksiliği gibi konulara

neşter vurulmadan yaratıcı parasal yöntemlerle bir yere varılabileceğine inanmıyor.

Keza, petrol fiyatlarındaki bu düşüş yaşanmış olmasaydı, AMB, yapısal tarafta Avrupa kadar sorunlu olmana ABD ekonomisinde FED'in yaptığı benzeri bir hareket yaparak aynı etkiyi sağlar mıydı; hatta kısa vadenin ötesinde her hangi bir etki sağlar mıydı diye düşünmek gerek.

Burada esas olarak Avrupa Birliği hükümetlerinin aktif şekilde ve hızlıca bir araya gelerek, borç stoklarını düşürmeyi de hedefleyerek orta ve uzun vadeli büyümenin önündeki engelleri kaldırıcı ortak adımları atmaya başlamaları gerekiyor.

Bürokrasinin azaltılması,

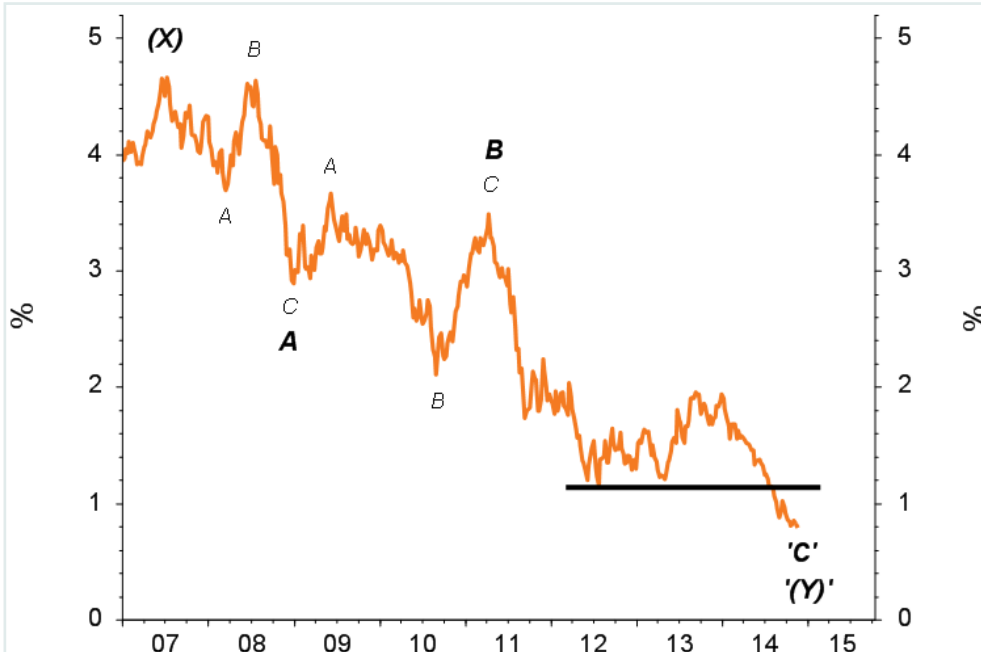
rekabet gücünün geride kalmasına neden olan işgücü piyasası kaynaklı engellerin aşılması, altyapı ve eğitime daha çok pay ayrılması, göçmen politikasının elden geçirilerek nüfus yapısını değiştirme çalışmalarının başlatılması, çalışma saatlerinin tekrar ele alınması gibi konularda zor kararların alınması gerekiyor.

Maliyeti yüksek yapısal reformlar yoluyla kamu harcamalarını düşürerek oy kaybetmek yerine, bir çok Avrupa ülkesi deflasyon tehlikesiyle "vuruşarak" başa çıkmayı tercih eder gibi geliyor. Bu da daha fazla bütçe açığı, daha fazla parasal genişleme anlamına geliyor.

Seçimle başa gelen hükümetlerin iktidarlarını kaybettirecek bu adımları atmak yerine, düşük faiz ve bol likidite ortamının kolaylığına kaçmaları ve duvara toslama noktasına gelinirse de acılı reformlar yerine ilk tercih olarak Euro'dan vazgeçmeleri şimdiden önemli bir risk olarak ortaya çıkıyor.

Kısa vadedeyse AMB'nin birkaç aylık gecikme ile de olsa FED faiz artırımına başlamadan önce parasal genişleme konusunda aktifleşmesi beklenebilir. Petrol fiyatlarının düşüklüğü, ucuz Euro ve hızla gücüne kavuşmakta olan ABD

**Grafik 4.** Almanya 10 Yıllık Tahvil (2007-2014)



Kaynak: ECR

ekonomisi, bankalara gelen kredi talebinde bir kıpırdanma yaratarak sorunlu Avrupa ekonomilerine bir fayda sağlayabilir. Dolayısıyla, Başkan Draghi'nin önündeki bu fırsatı değerlendirilmeden geçmesi beklenmemeli.

Ancak, kapalı kapılar ardında Almanya kaynaklı reform baskılarının Euro Bölgesi hükümetleri üzerinde artması

kaçınılmaz. Keza ortaya çıkan, uzun süredir "Avrupalılığı" korumaya çalışan AB'nin, büyümemesi sorununa köklü çözümler üretmemesi durumunda, euronun geleceği elle tutulur şekilde risk altına girmiş oluyor.

ABD ve Çin-Rusya ortasında ekonomik sorunlarını aşma yolunda ilerleyen bir AB'nin politik olarak çok daha güçlü

duracak olması belki reformlar konusunda hükümetleri ikna edecek bir araç olarak kullanılabilir.

#### **İletişim: Güldem Atabay Şanlı**

Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 530 016 98 69

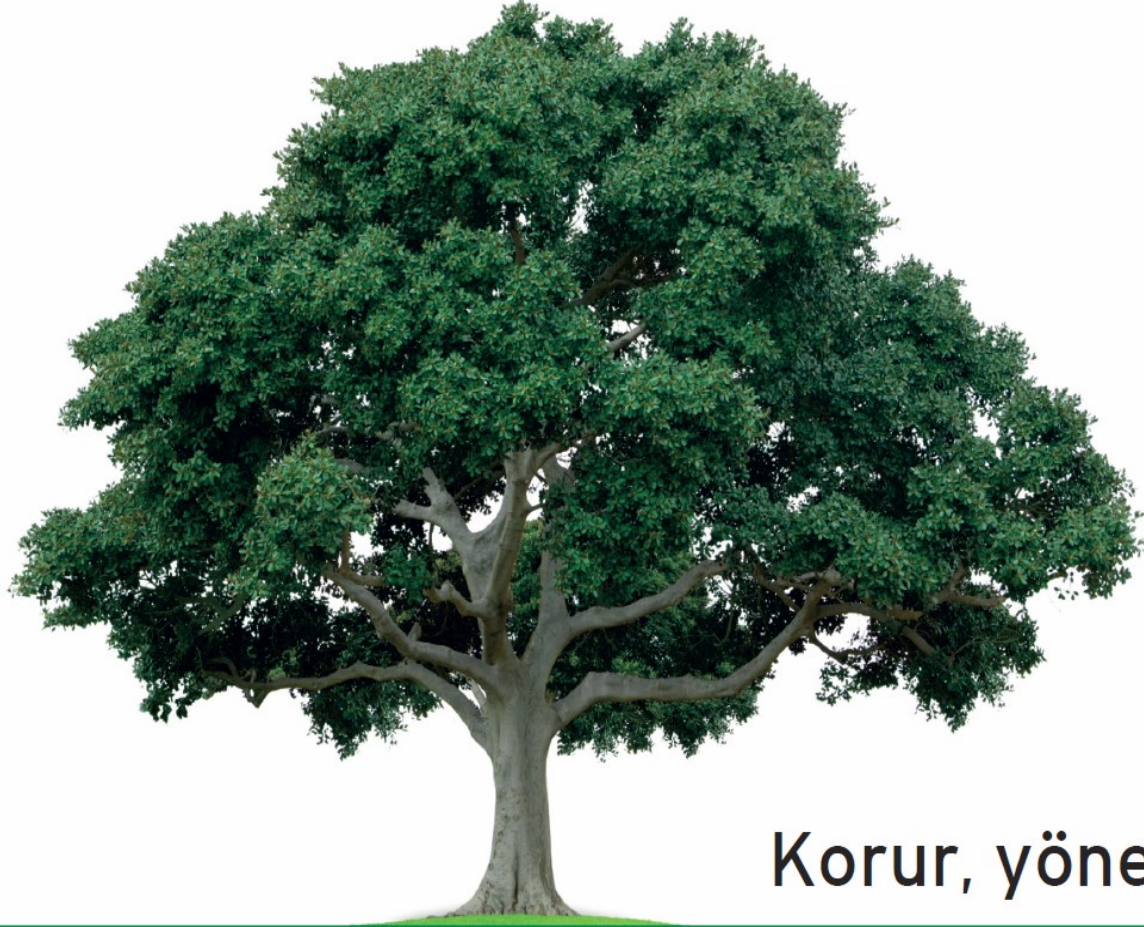
guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co.") tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirkettir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

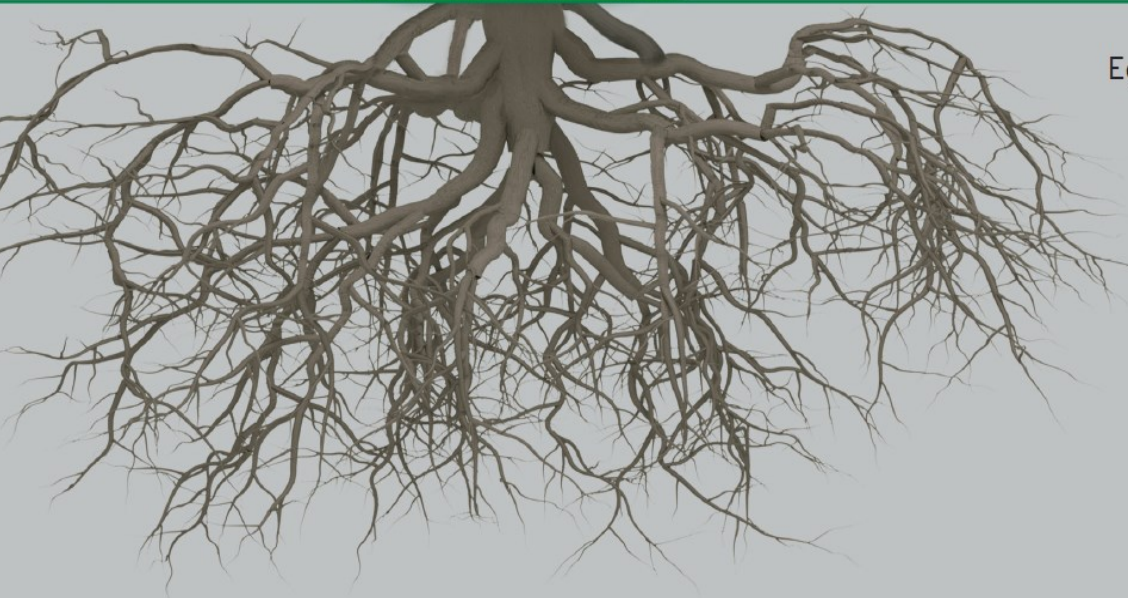
#### **YASAL UYARI:**

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayımlanamaz.





## Korur, yönetir, büyütür



Egeli & Co.'dan yeni bir hizmet:  
"Aile Varlık Yönetimi".

Tek elden, objektif ve  
profesyonel bir yaklaşımla  
aile varlıklarınız  
bir bütün olarak korunsun,  
yönetilsin ve büyüsün diye...

\* Aile Varlık Yönetimi