

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

7 Eylül 2016

Büyük Durgunluk karşısında yavaşlayan ticarete refleks olarak büyük ekonomilerin küresel ticarete artan korumacılık uygulamaları; IMF'nin devletleri maliye politikalarını durgunlukla savaşta daha etkili kullanmaya yönelik daveti ve son olarak da para politikasında zincirlerin iyice koparılması gereği önermesi, biz darbe denemesi ve Suriye ile ilgili gelişmelere kafalarımız gömmüşken dünyanın tartıştığı konular.

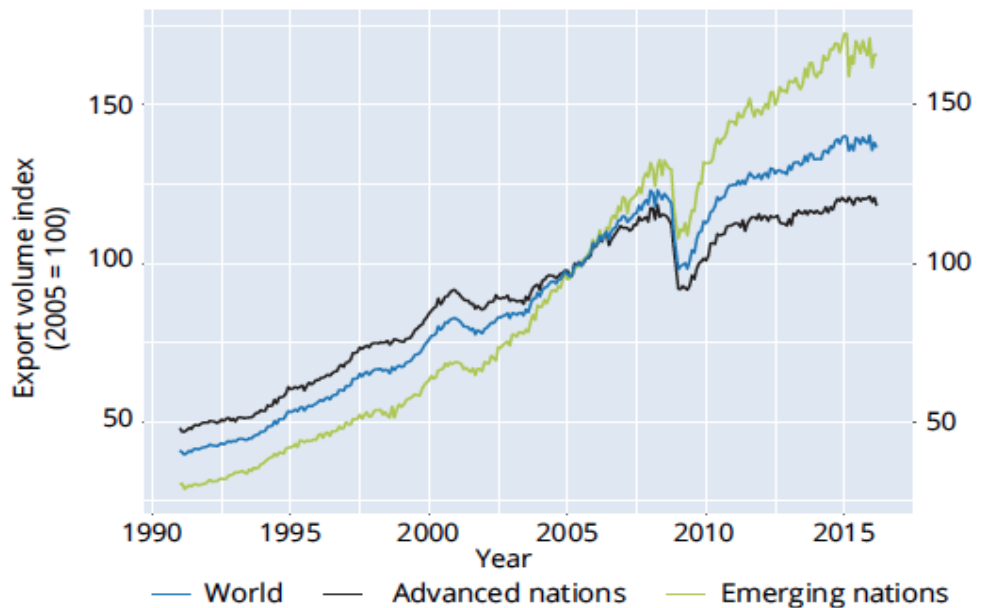
Fed'in bu sene için faiz artışı ise ufukta giderek belli belirsiz bir hal alıyor. Konjonktür tam terse döner mi? Başka bir ifadeyle yeni bir miktarsal genişleme Fed'in faiz artırımını ertelemesine paralel uygulamaya sokulur da Türkiye de dâhil olmak üzere tüm gelişmekte olan ekonomiler 2009-2012 bayram havasına yeniden kavuşur mu?

İşte önümüzdeki dönemde dikkatle izlenmesi gereken gelişmeleri bu pencereden düşünmek lazım.

Korumacılık, Büyük Durgunluk ve Merkez Bankaları

Dünyanın en büyük 20 ekonomisini oluşturan G20 üyesi ülkelerin devlet ve hükümet başkanlarının katıldığı yıllık olağan toplantıların on birincisi, 4-5 Eylül tarihlerinde Çin'in dönem başkanlığında Hangzhou'da tamamlandı. Türkiye açısından öncelikli konular Suriye'ye kuzeyden giren askeri birliklerimizin geleceği ile ilgili temaslar olsa da G20 liderlerinin ana gündemi ekonomiydi. Büyük Durgunluk'un (secular stagnation) nasıl geride bırakılacağı uzunca bir süredir olduğu gibi yine ana

Grafik 1: 2015 Başından Bu Yana Dünya Ticareti Yerinde Sayıyor



gündem maddesi olurken, uluslararası ticarete yükselen korumacılık duvarının aşılması konusu da tartışmaların belkemiğini oluşturdu.

Küresel ticaret durma noktasında

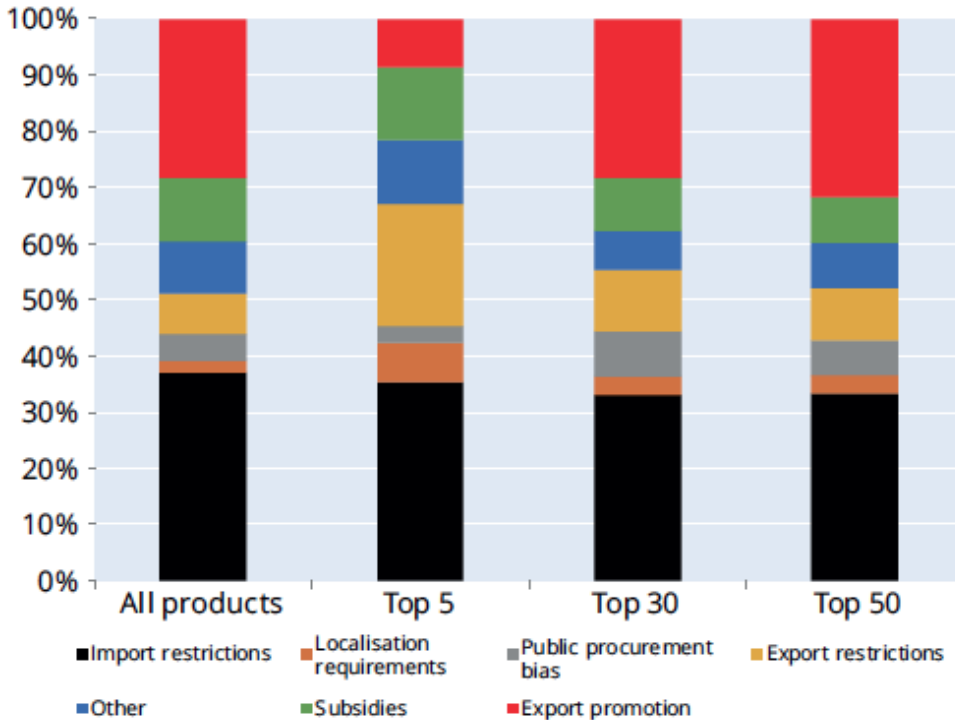
[Vox'ta](#) Temmuz ortası çıkan bir makalede küresel ticaretin geldiği platoya dikkat çekilmişti.

Aşağıda Grafik 1'den izlenebileceği gibi hacimsel olarak küresel ticaret Ocak 2015'ten bu yana artmıyor; artamıyor. Başka bir ifadeyle, dünya ticareti elbette durmuş değil; hatta yavaşladığı bile söylenemez. Sadece dünya ticareti artık hiç büyümüyor.

Üstelik bu hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından böyle.

Yazarların dikkat çektiği üzere, 15 aydan fazla böylesi bir durağanlık Berlin Duvarı'nın yıkılmasından bu yana görülmüş değil. Üstelik, doların değer kazanması ve petrol fiyatlarının düşüklüğü gibi nedenler küresel ticaretteki değer kaybının ancak yarısını açıklayabiliyor Vox'ta yayınlanan makalede. Anormal zamanlar, anormal mücadele yöntemleri doğururken; daha hafta sonu yapılan Almanya eyalet meclisi seçimlerinden izlendiği gibi radikal sağ partilerin ses kazanmalarına neden oluyor.

Grafik 2: Dış Ticarete Kısıtlamalar Artıyor



Alınan önlemler arasında ağırlıklı olarak ithalat yasakları yanında, iç piyasaya yönlendirme zorunlulukları, kamu desteklerinin artması, ihracata teşvik gibi önlemler sıralanabilir. Kısaca küresel dış ticaretteki durgunluk hikâyesi çoktan "kurun seviyesi" ya da "emtia üreticileri" çerçevesinden öteye taşmış durumda.

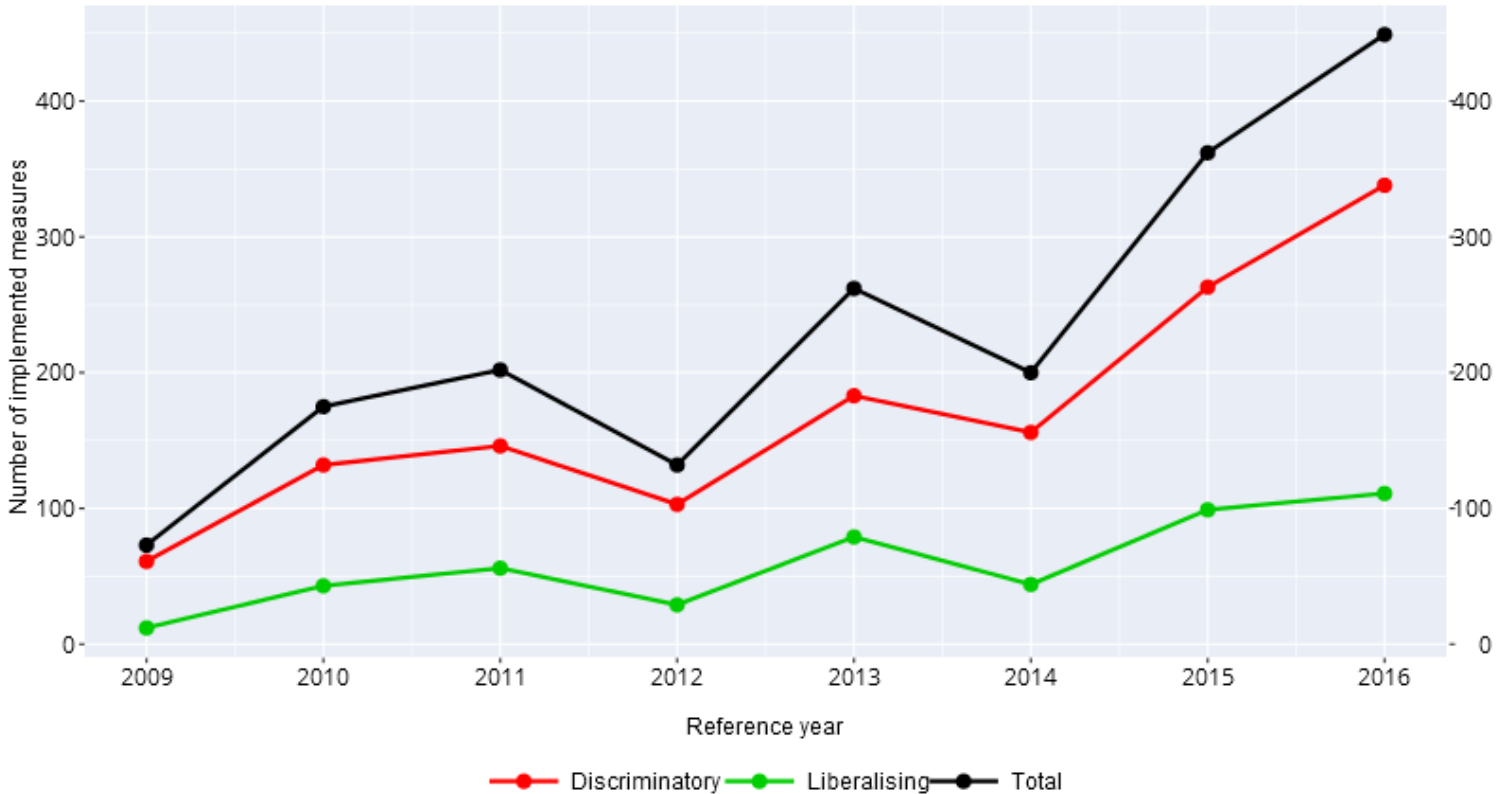
Dış ticarete "korumacılık" sadece

Kaynak: vox.eu.org, Egeli & Co.

2015'te bir yıl öncesine göre %50 artmış durumda. Ve ilginç olan; 2015'de korumacılık seviyesindeki bu önemli artış %81 ağılıkla, tam da küresel ticaret hacmi yerinde saymaya başlamışken, G20 ülkelerinden kaynaklanmakta. Hani uzun zamandır dış ticaret hacmini artırmayı hedefleyen önlemler üzerinde çalışan; ama uygulamada kağıdı hızının ötesine geçemeyen G20 ülkeleri.

Küresel ticaret hacminin artmadığı günümüz dünyasında demek ki, özellikle büyük devletler kendi ihracatçıların pazar payını artırabilmenin yolu olarak, rekabet ya da kur üzerinden değil; sadece ticaret ortaklarında pay çalarak yapılacağına kanaat getirmiş durumdalar. Bu da tabii içinde bulunduğumuz kötü ekonomik sarmaldan çıkış için ne derece doğru bir politika; tartışılır. Grafik 3'ten izlenebileceği üzere, 2012'den bu yana G20 içinde atılan korumacı politika adımlarının sayısı serbestleştirici adımların neredeyse üç katı. Avustralya, Fransa, Almanya, İtalya, Suudi Arabistan, Birleşik Krallık ve ABD başı çekmek üzere.

Grafik 3: G20 Ülkeleri Artan Oranda Korumacılığa Yöneliyor



Kaynak: voxeu.org, Egeli & Co.

Grafik 4: G20 Ülkeleri Korumacılık Seviyesi (2016 ve kriz dönemi ortalaması)



Kaynak: voxeu.org, Egeli & Co.

IMF'den G20'ye; IMF'den G20'ye!

IMF de 2007'den bu yana dünyayı merkezkaç kuvveti içinde çalkandıran büyük ekonomik krizin başında ve şimdilerinde söylemlerinde; önermelerinde büyük değişiklikler yaptı. Fakat, G20 ülkelerinin özellikle son bir buçuk yılda hızla artırdıkları korumacı adımlara bakılırsa, IMF'nin mesajları G20 liderlerinin bir kulağından girip diğerinden çıkmakta.

IMF Başkanı Lagarde, Çin'deki zirve öncesinde yaptığı açıklamada, düşük küresel büyüme, artan eşitsizlik ve yapısal reformlarda adımların yavaşlığını G20'de tartışmaların odak noktası olacağını açıkladı. Lagarde yaptığı uyarılarda politikadaki savrulmaların küresel ekonomik açıklığa darbe vurabileceğini ve bunun da büyüyememe sorununu daha da akut hale getireceğini vurgulamakta.

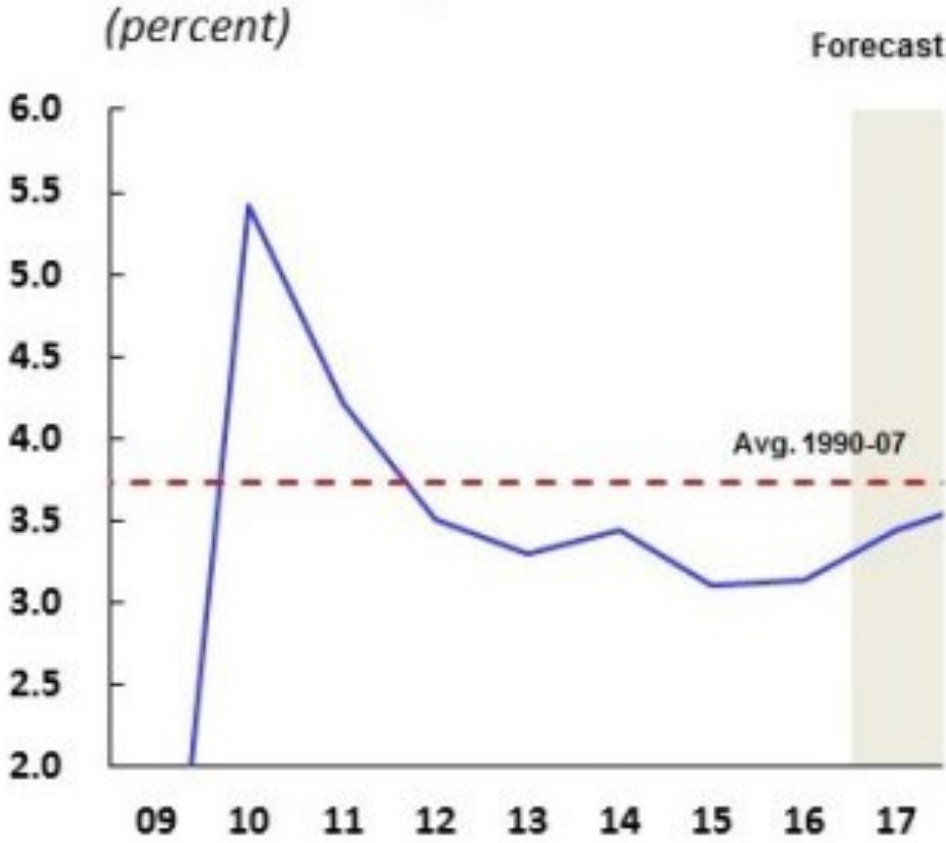
IMF verilerine göre, küresel büyüme hızı 1990-2007 uzun dönem ortalaması olan %3,7'nin beşinci kez ardı ardına bu sene de altında kalacak. Kurum 2017'nin de bu zincire altıncı sene olarak ekleneceğini düşünüyor.

IMF Başkanı, özellikle gelişmiş ülkeler söz konusu olduğunda, büyüme hızının uzun dönem ortalamasının bir tam puan altında kaldığını hatırlatırken, ana nedenler olarak da özel ve kamu sektörü borç yükünü, düşen verimlilik ve yaşlılığa doğru değişen demografik yapıya işaret etmekte. Gelişmekte olan ekonomiler göreceli olarak daha iyi konumlarına rağmen; çok kuvvetli büyüme seviyelerinden geldiklerinden benzer bir sarsıntı içindeler. Özet geçmek gerekirse, bu durumda küresel krizin de altyapısını oluşturan Çin ekonomisindeki değişimin; yatırıma dayanan büyüme modelinden iç tüketime dayanan büyüme modeline geçiş döneminin önemli etkileri var.

Lagarde düşük küresel büyümenin, gelir adaletsizliğini daha da bozacağına değinerek, politik yapıyı da top yekûn zehirlememesi için; G20 ülkelerini daha önceki G20'lerde belirlenen reformlar konusunda ilerlemeye ve daha da önemlisi korumacı politikalara yönelmemeye davet ediyor.

G20'nin dış ticarete korumacılık şeklinde son bir senede attığı adımlar akla geldiğinde, Lagarde'ın sözleri önemli uyarılar olmakla beraber trajikomik hale geliyor.

Grafik 5: Küresel Büyüme Çok Yavaş



Sources: IMF, World Economic Outlook, July 2016 ; and IMF staff calculations.

Kaynak: IMF, Egeli & Co.

IMF'nin G20'ye özel hazırladığı "[Küresel Beklentiler ve Politika Zorlukları](#)" raporunda da benzer tema daha çarpıcı verilerle ortaya konmakta. Esas neden olarak ABD ve Japonya olmak üzere, 2016 büyüme açısından beklenenden daha kötü bir yıl olarak ayıtlara geçmekte. 2017 içinse farklı bir ışık yok. Bu çerçevede enflasyon tarafında fazla bir beklenti yok. Gelişmiş ülkeler açısından bu zorlayıcı durumun devamı anlamına geliyor. Büyük Durgunluktan bu yana devam eden yüksek

mevsimsel işsizlik seviyesinden anlaşıldığı üzere zayıf iç talep ve halen düşük emtia fiyatları enflasyonsuzluğun temel iki nedeni.

IMF'ye göre küresel ekonomideki bu hassaslıklar, kırılganlığı da beraberinde getirmekte. Brexit ve Türkiye'de darbe denemesi gibi olayların artçı sarsıntılarına zaman zaman rastlamak mümkün olacak. Çin'in yapısal dönüşümü çakılmadan tamamlayıp tamamlayamayacağı halen bir bilinmezlik unsuru.

Uzun vadeli bakınca görünen resim de iç açıcı değil. Demografik faktörler, verimlilikte istikrarlı ivme kaybı, özel sektörün yüksek borcu nedeniyle yatırım iştahının olmayışı ve birçok ülkede banka bilançolarının hala zayıf oluşu toparlanma için fazla ümitlenmeyi engelleyici faktörler. Bu süreç tersine çevrilemedikçe de artan gelir adaletsizliği tehlikeli bir enerjinin birikmesine neden oluyor.

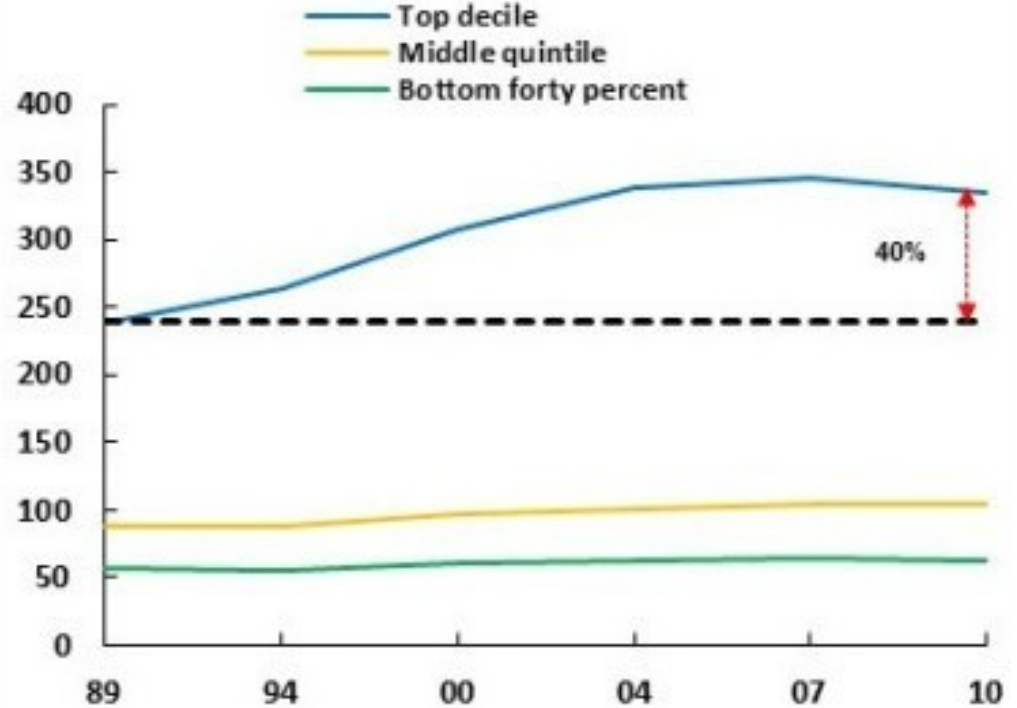
IMF'nin ise bu kısır döngüye karşı reçetesi, talebin değişik şekillerde, ülkelerin imkanları ölçüsünde maliye politikaları yoluyla artan oranda desteklenmesi. Bunun için de, bir çok sorunlu gelişmiş ekonominin yüksek bütçe açıkları; gelişmekte olan ülkelerde bütçe açıklarının düşük seyretmesine rağmen her an baştan çıkabilecek görüntüsü; IMF'yi öncelikli olarak devletlere kamu harcamalarını artırabilecek yönde reformlar yapmaya itmekte. Burada kasıt, vergi

artışları gibi talebi kısın önlemler değil; aksine daha rasyonel kamu yatırımlarına yönelerek tasarruf sağlamak. IMF'nin mesela AB'ye önerisi batık kredi sorununa artık ciddi bir neşter vurulması. Bankaların denetleme şartlarının iyileştirilmesi, batık krediler için ayrı bir reform ve sorunlu krediler için yeni pazarlar oluşturulması.

IMF, enflasyonu hedefin altında olan ülkeleri genişlemeci parasal politikalara devam etmeye davet ediyor. Enflasyonu hedefin yakınında ya da üzerinde olan ülkeleri de gevşek para politikalarına devam yerine maliye politikalarına ağırlık vermeye çağırıyor.

Aslında özetle, IMF her ülkeyi kendi gerçekleriyle samimice yüzleşmeye, ve ortak hareket için bir zemin yaratmaya çağırıyor. Dünya ise sanki tam ters yöne doğru ilerliyor bir görüntü içinde.

Grafik 6: Gelirde Büyüme Sadece Üst Segmentte



Sources: Luxembourg Income Survey/New York Times Income Distribution Database (2014); and IMF staff calculations.

1/Evolution of Mean Equivalised Income of Canada, Germany, Italy, United Kingdom, and United States.

Kaynak: IMF, Egeli & Co.

Daha da radikal para politikası konuşuluyor...

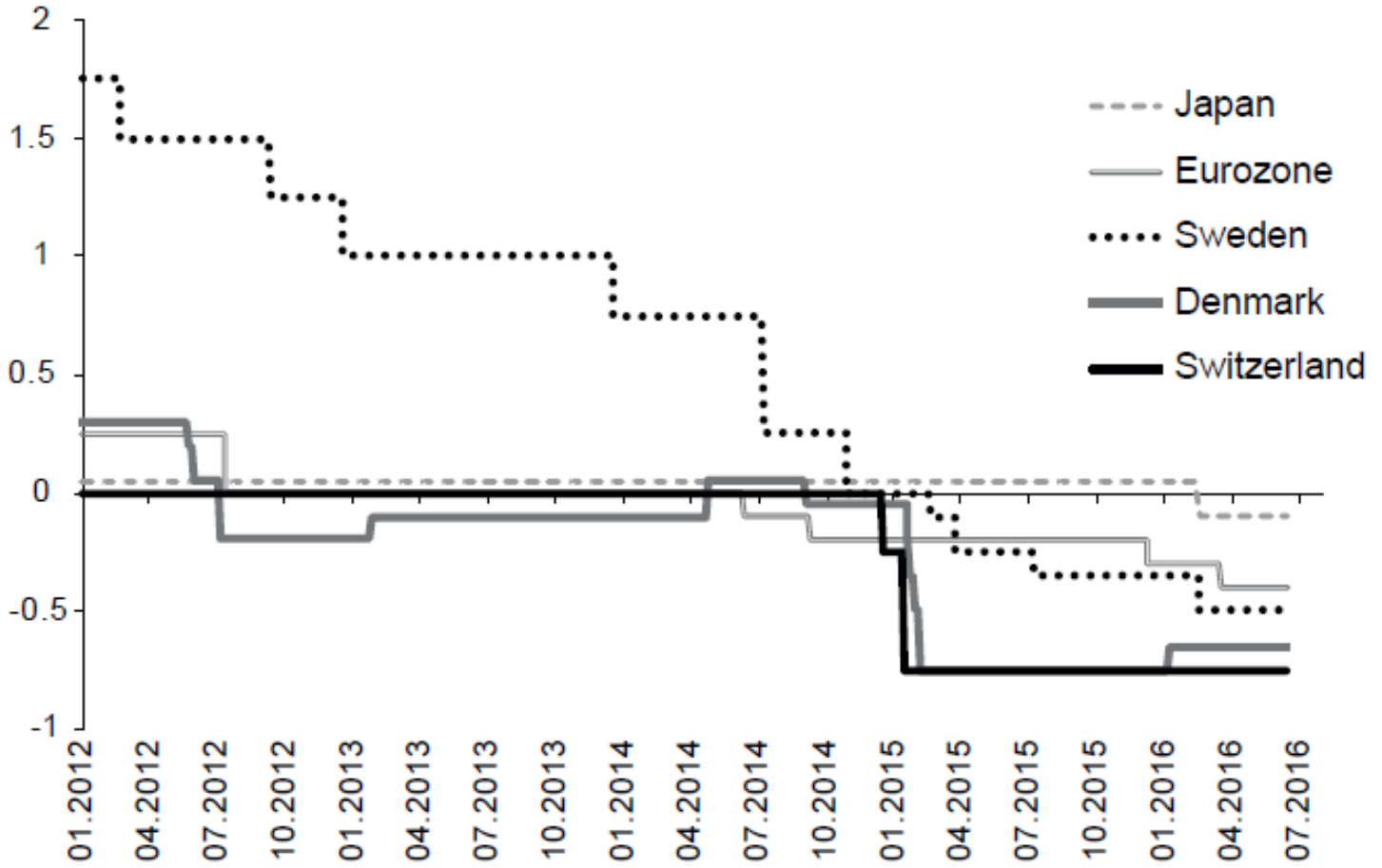
Büyük Durgunluk başladığından bu yana tecrübe ettiğimiz yaratıcı genişlemeci para politikaları; ihtiyaç duyulduğu tartışılan yeni adımların yanında neredeyse masum kalıyor. "Centre for Economic Policy Research" (CEPR) tarafından Eylül başında yayınlanan Dünya Ekonomisine ait [2016 Cenevre Raporu](#), uzun soluklu tartışılacak önümüzdeki dönemlerde.

Çünkü rapor, birçok sorunlu gelişmiş ülke ekonomisinde faizlerin sıfırda hatta eksiye bulunması nedeniyle merkez bankalarının elinde mermi kalmadığı tezine karşı çıkıyor. Cenevre Raporu'nda yazarların savunduğu tehlikeli bir sarmal haline gelen büyümememe sorununun aşılmasında merkez bankalarının daha agresif şekilde para basmaları gerektiğinin yanı sıra, faizleri daha da düşük negatif seviyelere çekmeleri gerektiği. Hatta enflasyon hedeflerinin yukarı çekilerek para politikasının da bu yeni enflasyon hedefine uygun hale getirilmesi gerektiği. Hedeflerde yukarı çekilmek derken, verilen örnek öyle %2'den %2,3'e değil; %2'den %4 gibi radikal bir değişiklik yapılması anlatılıyor.

Ünlü ekonomist J. E. Stiglitz bu raporu herhalde sinirinden tırnaklarını kemirerek okumuştur.

Böylesi cüretkâr çağrılarının kendi içinde bir mantığı çizilmiş tabii. Yapılan hesaplara göre Fed'in faizi sıfırın altına indirme hakkı olsaydı ve faizler 2009'da %-5 veya %-6 seviyesine kadar çekilseydi; ABD işsizlik seviyesi bulunduğu noktanın tam bir puan altında olacaktı bugün. Bugün en yüksek negatif faizin uygulandığı İsviçre'de seviyenin %-0,75 olduğu akla gelince, bahsi geçen negatif faiz seviyeleri biraz fantastik görünse de, mesajı anlamak mümkün. Bulunan noktadan ileriye doğru gidilip de ekonomilerde küresel ölçekte kayda değer bir toparlanma sağlanırsa; ilk "yumuşak krizde" bile politika faizleri yine sıfıra çekilmek zorunda olacak. Bunun ilk nedeni de merkez bankalarının enflasyon hedeflerini çok düşük belirlenmesi (gelişmiş ülkelerden bahsediyoruz); diğeri de doğal reel faiz oranının son yıllarda hızla %1 ve hatta altına gerilemiş oluşu. Şu durumda %2 enflasyon ve %1 reel faizle merkez bankalarının politika faizini yükseltip de sabit tutacakları seviye ancak %3 civarı olabilir. Bu da o noktada kriz başlaması halinde en fazla 300 baz puanlık faiz indirim yapılabileceğini; bunun da krizin şiddetine göre yetersiz kalabileceğini gösteriyor.

Grafik 7: Negatif Faiz Ülkeleri



Kaynak: IMF Egeli & Co.

Bu tartışmaların teorik yanında kaybolmadan ne söylediğini özetlemek önemli. Raporda merkez bankalarının daha saldırgan faiz indirimlerine ve daha saldırgan miktarsal genişlemelere (QEx) gitmesi gerektiği anlatılıyor. Miktarsal genişlemelerde sınır tanınmaması; merkez bankalarının hisse senedi kurumsal borçlar gibi riskli varlık alımlarına da başlaması isteniyor. Tüm bunları yaparken de, bir sonraki durgunlukta daha etkili faiz indirebilmek için de hedef enflasyon seviyesinin ikiye katlanarak ayarların ona göre yapılması gerektiği gibi bir önermede bulunuyor. Söylemeye gerek herhalde yok ama raporun yazarları şimdiye dek QE'ler yoluyla oluşan risklerin; varlık balonları, bankacılık sisteminde verimsiz kaynak dağılımı, para politikasının bağımsızlığını kaybetmesi, beklentilerin bozulması, enflasyonda oynaklığın artması gibi riskleri de abartılı buluyor.

Raporun son sözleri olarak da, para politikasındaki kısırlığın değiştirilerek gelecek on yılların kurtarılması gerektiğinin altını çiziyor.

Başa dönersek, Büyük Durgunluk karşısında yavaşlayan ticarete refleks olarak büyük ekonomilerin küresel ticarete artan korumacılık uygulamaları; IMF'nin devletleri maliye politikalarını durgunlukla savaşta daha etkili kullanmaya yönelik daveti ve son olarak da para politikasında zincirlerin iyice koparılması gereği önermesi, biz darbe denemesi ve Suriye ile ilgili gelişmelere kafalarımız gömmüşken dünyanın tartıştığı konular. Fed'in bu sene için faiz artışı ise ufukta giderek belli belirsiz bir hal alıyor.

Konjonktür tam tersе döner mi? Başka bir ifadeyle yeni bir miktarsal genişleme Fed'in faiz artırımını ertelemesine paralel uygulamaya sokulur da Türkiye de dâhil olmak üzere tüm gelişmekte olan ekonomiler 2009-2012 bayram havasına yeniden kavuşur mu?

İşte önümüzdeki dönemde dikkatle izlenmesi gereken gelişmeleri bu pencereden düşünmek lazım.

İletişim: Güldem Atabay Şanlı
Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 532 347 82 06
guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co." Mersis No: 0-3254-1422-0400018) tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirketidir. (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 şekilde, 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 şekilde ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldıracaktır. Bu rapor herhangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.