

ABD Japonya'ya benzer bir deflasyona girebilir mi?

Amerikan ekonomisinin 2007-2009 resesyonunun ardından toparlanma gücünün son aylarda zayıflamaya başlaması, azalan enflasyonla birlikte ABD'nin deflasyona gireceği kaygısını gündeme getirmiştir. Dünyada deflasyon yaşayan son ülke olan Japonya'nın 1990'ların ortalarından beri devam eden deflasyon tecrübesi, ABD'nin de benzer bir sürece girebilme ihtimalini akla getirmektedir. Bu çalışmada ABD'nin içinde bulunduğu durum Japonya'nın deflasyon süreci ile benzerlik ve farklılıkları açısından değerlendirilerek, Amerikan ekonomisinin deflasyona girme olasılığı ele alınacaktır.

Uluslararası Ekonomide Geçtiğimiz Haftanın Önemli Gelişmeleri

ABD

- ABD'de ISM hizmetler endeksi Ağustos ayında 51.5 ile beklentilerin altında açıklandı.
- ABD'de tarımdışı istihdam Ağustos'ta 100,000 azalması yönündeki beklentilere karşılık 54,000 azaldı. İşsizlik oranı beklentilere paralel %9.6 oldu.
- ABD'de 3 Eylül'de sona eren haftada haftalık işsizlik başvuruları 451 bin ile beklentilerin altında açıklandı.
- ABD'de bölgesel merkez bankalarının Ağustos ayında yaptıkları toplantıda, iki bölgesel merkez bankası, bankaların Fed'den aldıkları acil kredilere uygulanan iskonto faizinin artırılmasını istedi.

AVRUPA

- Euro Bölgesi'nde Temmuz ayında perakende satışlar %0.1 arttı.
- Euro Bölgesi Hizmetler PMI Endeksi Ağustos'ta beklentilerin üzerinde 55.9 nihai değerini aldı.
- Avrupa'da büyük bankalara yapılan stres testlerinin bazı bankaların potansiyel riskli devlet tahvili varlıklarını düşük gösterdiği ileri sürüldü.
- Bank of International Settlements (BIS) tarafından yayınlanan rapora göre, Avrupa ülke borçlanma kağıtları piyasasında yaşanan kargaşa, 2010 yılının ikinci çeyreğinde uluslararası borçlanma kağıdı ihraçlarında keskin bir düşüşe yol açtı.
- Almanya'da Ağustos ayında Hizmet Sektörü PMI 57.2 ile 58.5 olan beklentilerin altında gerçekleşti.
- Almanya'da TÜFE Ağustos ayında %0.2 arttı.
- Almanya'da sanayi üretimi Temmuz ayında %0.1 arttı.
- Almanya Bankalar Birliği (BaB), Almanya'nın 10 büyük bankasının Basel III çerçevesinde ortaya atılan yeni bankacılık kuralları çerçevesinde 105 milyar euro ek sermayeye ihtiyacı olabileceğini bildirdi.
- İngiltere'de fabrika üretimi üçüncü çeyrekte %33 oranında, ihracat talebindeki artışla rekor seviyede büyüdü.
- İngiltere'de Ağustos'ta Hizmet Sektörü PMI 52.8 olan beklentilerin altında 51.3 değerini aldı.
- İngiltere Merkez Bankası faiz oranlarını değiştirmeyerek %0.5'te bıraktı.

DiĞER ÜLKELER

- Japonya'da Temmuz ayında cari işlemler fazlası yıllık %26.1 arttı.
- Japonya'da çekirdek makine siparişleri Temmuz'da bir önceki aya göre beklentilerin (%1.8) üzerinde, %8.8 arttı.
- Japonya ve Avustralya merkez bankaları gösterge faizlerini değiştirmediler. Japonya Merkez Bankası (BOJ) faiz oranını bulunduğu %0.1 seviyesinde tutarken, Avustralya Merkez Bankası (RBA) da gösterge faizi %4.5'te bıraktı.
- Japonya Maliye Bakanlığı'nın Parlamento Sekreteri Hiroshi Ogushi, Japonya'nın kurlara müdahale için gerekli hazırlıkları yapacağını ve gerekli olduğuna karar verildiğinde piyasaya Yendeki artışı durdurmak için en etkin şekilde gireceğini söyledi.
- Çin'de sanayi üretimi Ağustos'ta beklentilerden hızlı yükselerek dünyanın en büyük üçüncü ekonomisinin momentumu koruduğunun sinyalini verdi. Üretim yıllık %13.9 yükseldi.
- Çin'de Ağustos ayında ÜFE yıllık %4.3, TÜFE yıllık %3.5 arttı.
- S&P, Avustralya'nın AAA/A-1+ olan yabancı ve yerel para cinsinden kredi notlarını 'durağan' görünümle teyit etti.

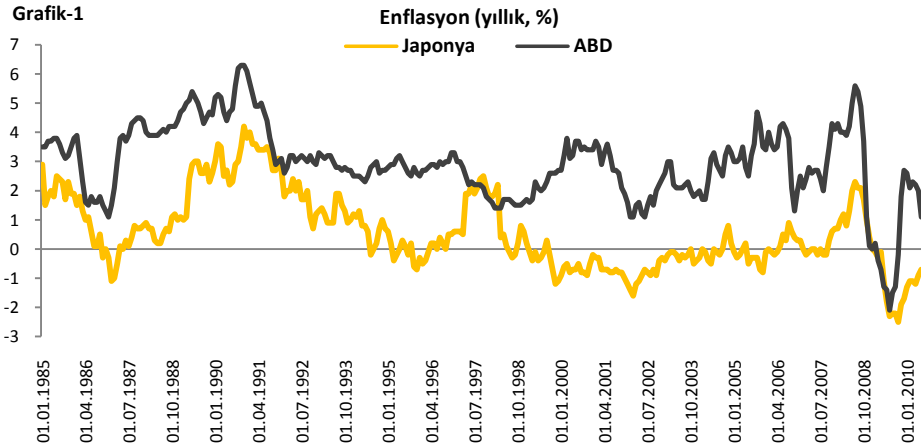
ABD Japonya'ya benzer bir deflasyona girebilir mi?

Amerikan ekonomisinin 2007-2009 resesyonunun ardından toparlanma gücünün son aylarda zayıflamaya başlaması, azalan enflasyonla birlikte ABD'nin deflasyona gireceği kaygısını gündeme getirmiştir. Dünyada deflasyon yaşayan son ülke olan Japonya'nın 1990'ların ortalarından beri devam eden deflasyon tecrübesi, ABD'nin de benzer bir sürece girebilme ihtimalini akla getirmektedir. Bu çalışmada ABD'nin içinde bulunduğu durum Japonya'nın deflasyon süreci ile benzerlik ve farklılıkları açısından değerlendirilerek, Amerikan ekonomisinin deflasyona girme olasılığı ele alınacaktır.

Japon Ekonomisinin 1990'lardan itibaren karşılaştığı şoklar

Japonya 1990'lı yılların ilk yarısında, finansal liberalizasyon ve deregülasyon sürecinin hızlanmasıyla birlikte, emlak sektörü ve hisse senedi piyasasında oluşan balonların patlaması sonucu finansal şoklara maruz kalmış ve bu dönemde başlayan süreç 2007-2009 küresel resesyon dönemine kadar devam etmiştir. 2006'dan itibaren deflasyon mücadelesinin sonuçlarını az da olsa almaya başlayan Japonya'nın deflasyon sarmalından çıkma umutları, 2007 yılında küresel krizin başlamasıyla birlikte iyice azalmıştır.

Japonya, 1980'li yıllarda araştırma-geliştirme faaliyetleri ve inovasyona dayalı olarak yaptığı teknoloji hamlesi ile büyüme performansını artırırken, gelişme potansiyeli risk profilini düşürmüştü, yaşanan finansal liberalizasyonla birlikte, piyasalarda ürün çeşitliliğine paralel olarak varlık fiyatları hızla artmıştır. Deregülasyon sürecinin bir sonucu olarak faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmış, tahvil piyasasının genişlemesine izin verilmiştir. Şirketler kesiminin borçlanma imkanları arttıkça piyasalarda kredi genişlemesi hızlanmıştır. Bu durum bankalar ve diğer finans kuruluşları arasındaki rekabeti ve dolayısıyla kredi risklerini artırmıştır. Bankalar tıpkı 2007 küresel finans krizi öncesinde ABD'de yaşandığı gibi, borçluların kullandıkları kredileri geri ödeyebilme güçlerini sorgulamadan kredi sağlamış, kredi risklerini izleme gereğini göz ardı etmişlerdir.



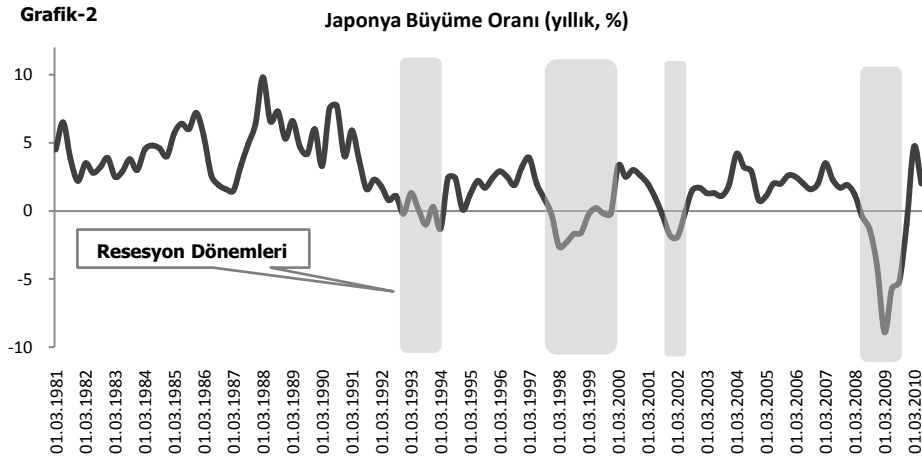
Kaynak: Bloomberg

Bu arada gayrimenkul fiyatları hızla yükselirken, hisse senedi piyasalarına girişler artmıştır. Tüm bu yaşananlar artan enflasyonla birlikte ekonominin aşırı ısınmasına neden olurken, BOJ 1989 yılı sonuna doğru faiz oranlarını artırmaya başlamıştır. Kredi genişlemesi karşısında rahat davranan Japon hükümeti emlak sektöründe artan riskler karşısında Nisan 1990'da gayrimenkul kredilerine kısıtlama getirdiğini açıklamıştır. Hükümetin bu müdahalesi banka kredilerindeki artışı durdururken, gayrimenkul fiyatları ve hisse senedi fiyatları düşmeye, bankaların mali durumları zayıflamaya başlamıştır.

Japonya'da 1990'ların başında seyrek olarak görülen iflaslar mali kurumlar arasında giderek yayılmaya başlarken, merkez bankası ve hükümet mali kuruluşların bünyelerinin zayıflaması karşısında çözümler sunmakta oldukça yetersiz kalmıştır. Özellikle krizler karşısında yetersiz kalan Mevduat Sigorta Sisteminin geliştirilmesi için çözümler üretilse de bankalara gerektiğinde sermaye aktarımı sağlayacak bir sistem geliştirilememiştir.

Temmuz 1997'de patlak veren Asya krizi, Japon banka ve finans kuruluşlarının 1990'ların başından beri sarsıntıda olan mali durumları için önemli bir tehdit olmuştur. 1997 yılının Ekim ayında zincirleme biçimde banka iflasları yaşanırken, oluşan panik havası spekülasyonları artırarak tüm finans sistemini çöküşün eşiğine getirmiştir. Banka iflaslarını önlemek için Mart 1998'e kadar Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) yaklaşık %0.4'ü kadar sermaye aktarımı yapılsa da bu tutarın yetersiz olması, piyasaları sadece geçici olarak sakinleştirebilmiştir. Mayıs 1998'de Japonya'da Long Term Credit Bank'ın (LTCB) iflas etmesi ile o tarihe kadar yaşanan en büyük banka iflası gerçekleşmiştir. Bunun üzerine yaşanan krizin çözümü ve finansal sisteme olan güvenin yeniden oluşması için bankalara sermaye aktarımı ve mevduat sigortasının geliştirilmesi için yeni önlemler açıklanmış, daha sonrasında ise finans sisteminin yapısal sorunlarının çözümüne odaklanılmıştır. 1999-2001 döneminde bankaların aktif kalitesinin artırılmasının yanında, banka birleşme ve satın almaları ile bankaların sermaye yapısı güçlendirilmeye çalışılmıştır.

1990'ların başından 2000'li yıllara kadar bankacılık sisteminin sorunlarının bir türlü çözülememesi, kredi daralmasını devam ettirerek Japonya'nın büyüme performansına da olumsuz şekilde yansımıştır.



Kaynak: Bloomberg

1990'ların başından beri görülen kredi daralması Asya krizinin etkisiyle giderek artarken, Japonya'yı 1997'nin son çeyreğinden 1999'un sonuna kadar sürecektir olan çift dipli bir resesyona sürüklemiştir (Bkz. Grafik-2). Japonya bundan önce 1990'lardaki ilk resesyona 1992-1993 döneminde, para politikasının daraltılması ve emlak sektörü ile hisse senedi piyasalarında oluşan balonların patlaması sonucu yaşamıştır. Bu ilk resesyondan toparlanmaya çalışan Japon ekonomisi, 1997 sonunda, Asya krizinin yansımaları ve dolaylı vergi artırımlarının etkisiyle tekrar resesyona girmiş, bu kez toparlanma gücü daha da zayıflamış ve resesyonda ikinci bir dip oluşmuştur.

Japonya ilk resesyondan çıkmasını henüz sorunların çok artmamış ve tam olarak anlaşılabilmiş olmasına borçludur. İkinci resesyondan çıkması ise Asya krizinin sona ermesi ve ABD'de başlayan teknoloji balonu sayesinde olmuştur. Japonya'yı çift dipli resesyondan çıkararak teknoloji balonunun 2001 yılında patlaması, ülkenin 1990'lardan beri üçüncü resesyona girmesine neden olmuştur. Üçüncü resesyona başlatan bir diğer faktör ise BOJ'un büyümedeki kırılganlığa rağmen faiz indirimine gitmiş olmasıdır.

Her üç resesyon döneminin ortak özelliği tüketici güveninin ve enflasyon beklentilerinin giderek bozulmasıdır. Resesyon dönemlerinin bir diğer özelliği kamu borç stokunun GSYİH'ya oranının sürekli olarak artmasıdır. Japonya bu süreçte enflasyon beklentilerindeki bozulma karşısında faiz oranlarını %0'a kadar düşürüp, kamu yardımları ve harcamalarını artırarak para ve maliye politikalarının desteğiyle ayakta kalabilmiştir.

Japonya bu 10 yıllık finansal karmaşa dönemini 2003'ten 2008'e kadar süren bir genişleme süreciyle atlattığına başlamışken, küresel finans krizi nedeniyle yeni bir resesyona girmiştir. Son resesyon öncesinde, bankacılık sistemi istikrara kavuşturulurken, döviz kurunun değerinin düşük tutulması suretiyle rekabet avantajı korunmuş, ihracata dayalı büyüme performansı artırılmıştır.

Ancak,1998 yılında negatif düzeylere gerileyen enflasyon oranının artırılmasında ve deflasyonun sona erdirilmesinde başarılı olunamamıştır. 2005 yılının sonlarından itibaren enflasyonda gözlenen hafif artış BOJ'un faiz oranını 2006 Temmuz'u itibariyle sadece %0.5'e çekebilmesini sağlayabilmiştir. Ayrıca, finans sistemine çeki düzen verebilmek ve iflasları önleyebilmek için kamu yardımlarına ihtiyaç duyulması, bütçe açığını sürekli hale getirmiş, borç stoku rekor düzeylere ulaşmıştır. Bunun sonucunda Japonya 2007 yılında başlayan küresel finans krizine kırılğan bir ekonomik yapı ile girmiştir.

Özet olarak, Japon ekonomisinin 1990'ların başından beri içinde bulunduğu çıkmaza:

- i. Finans sisteminin 1980'lerin ikinci yarısından itibaren gerekli gözetim, denetim ve şeffaflıktan yoksun bir şekilde yeniliklere açılması,
- ii. Japon otoritelerinin finans sistemindeki sorunların risk algılamasının artması durumunda sistemik hale geleceğinden endişe etmeleri,
- iii. Japonya'nın imalata dayalı bir ekonomi olması sebebiyle, sorunlu bankacılık sektörüne sermaye enjekte edilmesinin önemi ve gereğinin göz ardı edilmesi,
- iv. Finansal sistem ve ekonomiye çeki düzen verebilmek için gereken önlemlerin zamanında alınmamış olması,

sebepleriyle girdiği görülmektedir.

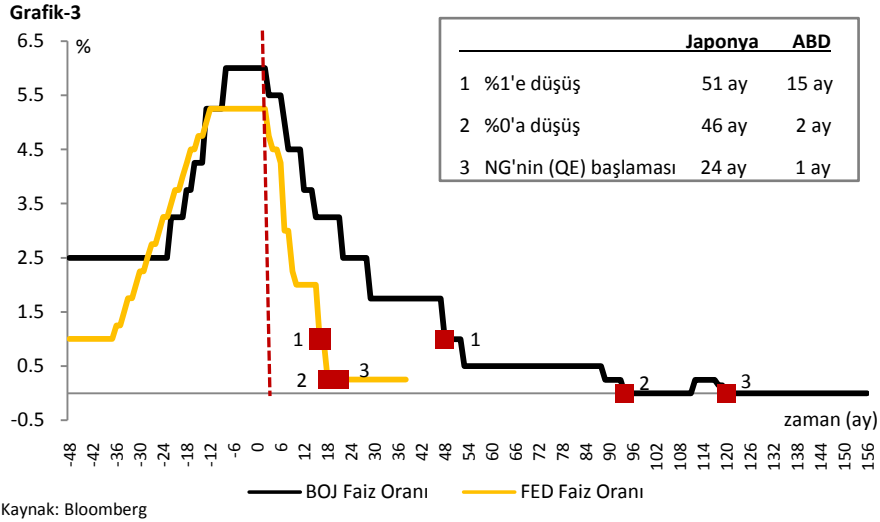
ABD'nin Japonya'nın deflasyon sürecinden çıkardığı dersler

ABD'li politika yapıcılar, 2007'de başlayan kriz sürecine Japonya'nın kriz tecrübelerinden önemli dersler çıkarmış olarak girmiştir. Bu derslerden en başta geleni politika kararlarının hızla ve en etkili biçimde uygulanması gereğidir. ABD'nin, gerek para politikası gerekse maliye politikası alanında bu konuda kararlı davrandığı söylenebilir. Ancak, yine de bu konuda net bir sonuca varabilmek ve uzun vadeli bir perspektif ile bakılması için kriz sürecinin tamamen sona ermesi gerekmektedir.

Japonya'nın deflasyon sürecinden çıkarılan bir diğer önemli ders ise, alınan parasal ve mali önlemlerin ve uygulanan politikaların sona erdirilmesi için ekonominin tamamen sürdürülebilir bir toparlanma içine girmesi gerektiğidir. Ayrıca, iyileşme sürecinde beklentilerin kontrol altında tutulmasının da enflasyon veya deflasyonun engellenmesi açısından gerekli olduğu bilinmekte idi.

i. Para Politikası

ABD'nin bugünkü durumu ile Japonya'nın 1990'lardaki ekonomik görünümü karşılaştırıldığında varlık piyasalarında oluşan balon ve bankacılık sisteminin yaşadığı krizler açısından benzerlikler bulunduğu görülmektedir. Ancak her iki ülkede söz konusu varlık balonlarının patlaması sonrasında Merkez Bankaları tarafından verilen tepkiler belirgin biçimde farklıdır. Japonya'da bundan 20 yıl önce başlayan ve halen sona erdiği söylenemeyen deflasyon sürecinin, bu dönemde ne tür politikalar uygulanması gerektiği konusunda diğer ülkeler için de örnek oluşturduğu, FED'in ise Japonya'nın kriz tecrübesinden dersler çıkararak bugün yaşamakta olduğu krize karşı daha temkinli olduğu ve Japonya'ya nazaran daha doğru adımlar attığı söylenebilir.



İlk olarak, piyasaya müdahalede FED, Japon Merkez Bankası'na (BOJ) göre daha hızlı ve daha kararlı davranmıştır (Bkz. Grafik-3). BOJ 1989 yılının sonunda ekonominin varlık balonlarıyla aşırı ısınmasına karşı önlem olarak faiz oranlarında artışa gitmiş, Ağustos 1990 ile Haziran 1991 arasında faiz oranlarını %4.75'ten %6'ya çıkarmıştır. Faiz oranını 11 ay boyunca %6 seviyesinde tutan BOJ, bu tarihte faiz indirimlerine başlamış ve ancak 1995 Nisan ayında yani krizin başlangıcından yaklaşık 51 ay sonra oranları %1'e çekebilmiştir. FED ise kredi piyasalarında problemler ortaya çıkmaya başladıktan 1 ay sonra faiz indirimine başlamış ve BOJ ile karşılaştırıldığında oldukça hızlı bir şekilde 15 ay sonra faiz oranını %1'e çekmiştir.

Ayrıca BOJ genişletici para politikası uygulamaya başlamakta geç kalmış olmasının da etkisiyle, piyasa güvenini ve desteğini sağlayamamıştır. Ancak FED kararlı tavrıyla piyasalara güven vermiş, her türlü sorun karşısında hazırlıklı olacağını her fırsatta ve her şekilde ifade etmiştir.

ii. Maliye Politikası

Japon hükümeti 10 yıllık süreçte bankacılık sisteminin sorunlarına kısa süreli ve etkisi düşük küçük önlem paketleri ile çözüm aramıştır. ABD hükümeti ise kredi krizinin olası sonuçları karşısında katı bir tutum sergilemiştir. Bankalara sermaye aktarmayı hedefleyen 750 milyar dolar tutarındaki TARP planı, 787 milyar dolar'lık ekonomik teşvik paketi, işsizlik maaşından yararlanma sürelerinin uzatılması, konut sektörü ile küçük ve orta ölçekli şirketlere kredi avantajları sağlanması ile tek seferlik vergi iadesi gibi önlemler, Amerikan hükümetinin gösterdiği mali çabanın önemli bir kısmını yansıtmaktadır.

iii. Politika Zamanlaması ve Sorunların Yanlış/Eksik Değerlendirilmesi

Japonya'da hükümetin bankacılık sektörü için yetersiz kalan yardımları yanında, hatalı bir zamanlama ile vergi artırımlarına girişmesi, Merkez Bankası'nın ise yerinde olmayan ve aceleci faiz artırımı kararları ve açıklamaları, kaydedilen ilerlemelerin çoğu kez kaybolmasına neden olmuştur. ABD ise krizle mücadelede erken bir zafer ilan etmekten hala kaçınmakta, olabildiğince temkinli davranmaktadır.

Öte yandan, Japonya'nın 1990'ların başında başlayan sorunlarının boyutları hakkında hiç kimse net bir tahmin ortaya koyamamıştır. Bir anlamda, Japonya bu tür bir sorunu ilk kez yaşayan ülke olmaktan muzdariptir. ABD'de ise kredi krizinin yol açabileceği zararlara ilişkin tahminlerin olduğundan küçük algılanmamaya çalışıldığı gözlenmiştir.



ABD'nin Japonya'nın deflasyon sürecinden gerekli dersleri çıkarması, benzer bir deflasyona girme olasılığını azaltmaktadır

2007 yılında başlayan ve hala sona erdiği söylenemeyen ABD kaynaklı küresel resesyonun başlangıç ve gelişimi Japonya'nın 1990'lardan 2000'lerin başlarına kadar yaşadığı inişli çıkışlı finansal kriz süreci ile büyük benzerlikler taşımaktadır. Krizler karşısında uygulanan politikalar da benzer olmakla birlikte, ABD'nin kriz karşısındaki proaktif tutumu, kararlı ve etkili davranışı her iki ülkenin kriz tecrübeleri arasında belirgin bir fark yaratmaktadır. Yukarıda sayılan nedenlerin yanında ABD'nin finans sistemine Japonya'dan çok daha kısa sürede çeki düzen vermesi ve yeni düzenlemeleri yasalaştırmaya başlaması, ayrıca, toplumsal olarak alınan önlemlere daha az direnç gösterilmiş olması ve her iki toplumun demografik ve kültürel farklılıkları, Japonya benzeri bir deflasyonun ABD'de yaşanması ihtimalini azaltmaktadır.

Bu açıdan, ABD'nin Japonya benzeri bir "kayıp on yıl"a girmesi beklenmeyebilir. Ancak, ABD için deflasyon olasılığı yok olmadığı sürece, Japonya'ya benzemese de kendine özgü yeni bir depresyon/deflasyon deneyimi yaşamakta olduğu söylenebilir. ABD'li politika yapıcıların parasal ve mali önlemler almakta büyük bir gayret içinde olmalarına rağmen, bu politikaların yetersiz veya aşırı olduğu, ayrıca zamanlama sorunları yaşanıp yaşanmadığı konusunda kesin bir yorum ancak tüm bu süreç tamamlandıktan sonra mümkün olabilecektir.

ABD'de yaz mevsimi ile birlikte öncül ekonomik aktivite göstergelerinin toparlanma sinyalleri giderek zayıflasa da ve hızlı düşüşler sergileseler de hala kritik seviyelerin üzerinde bulunmaları, elde edilen avantajların kaybolmadığını göstermektedir. ABD'de çekirdek enflasyonun düşük seviyelerinin sadece ABD'ye özgü tüketim davranışlarından kaynaklanmayıp, daha çok global fiyat hareketlerini yansıtması da ABD'nin deflasyona girme olasılığını azaltmaktadır.

Bu hafta Açıklanacak Veriler (13-20 Eylül 2010)

		Ekonomi Gündemi	Önceki	Beklenti
13.09.2010	ABD	Bütçe Dengesi (Ağustos)	-\$103.6 mlyr	-\$95 mlyr
	Fransa	Cari İşlemler Dengesi (Temmuz)	-2.7	--
14.09.2010	ABD	Perakende Satışlar (Ağustos)	%0.4	%0.3
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Temmuz, yıllık)	%8.2	%8.0
	Almanya	ZEW Endeksi (Eylül)	14.0	10.0
	Almanya	ÜFE (Ağustos)	%5.3	%4.9
	Fransa	TÜFE (Ağustos)	%1.9	%1.7
15.09.2010	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	--	--
		NY FED İmalat Endeksi (Eylül)	7.1	8.0
		Kapasite Kullanım Oranı (Ağustos)	%74.8	75.0
		Sanayi Üretimi (Ağustos)	%1.0	%0.2
	Euro Bölgesi	TÜFE (Ağustos)	%1.7	%1.6
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Temmuz)	%7.8	%7.8
	İtalya	TÜFE (Ağustos)	%1.8	%1.8
16.09.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	451,000	460,000
		ÜFE (Ağustos, yıllık)	%4.2	%3.0
		Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	\$23.5 mlyr	--
		Philadelphia FED Endeksi (Eylül)	-7.7	2.0
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Temmuz)	€2.4 mlyr	€1.5 mlyr
17.09.2010	ABD	TÜFE (Ağustos, aylık)	%0.3	%0.2
		Michigan Ün. Tüketici Güven End.	68.9	70.0
	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Temmuz)	1.0	--
	Almanya	ÜFE (Ağustos)	%3.7	%3.5
	İtalya	Sanayi Siparişleri (Temmuz)	%26.6	--