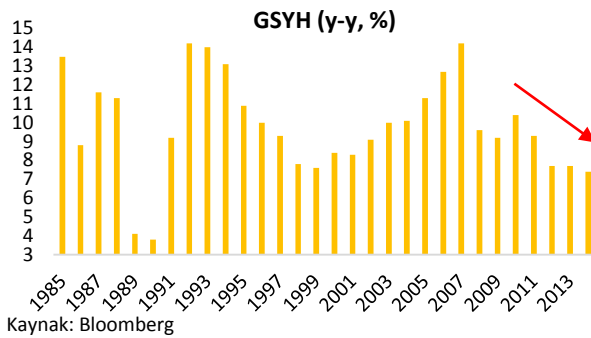


Çin Ekonomisine İlişkin Endişeler Artıyor

Dünyanın ikinci büyük ekonomisi olan ve küresel kriz sonrası dönemde yakaladığı yüksek büyüme oranları ile küresel ekonomik büyümenin de itici gücü rolünü üstlenen Çin ekonomisinden yavaşlama sinyalleri geliyor. Çin ekonomisinde yeni normalleşmenin başladığı ve Çin'de artık eski yüksek büyüme oranlarının yakalanamayacağı da sıkça dile getirilenler arasında. Bunun yanı sıra genişlemeci para politikalarının büyümeye pozitif katkısının sınırlı kalmaya başlaması sonucunda maliye politikalarına ağırlık verilmesi gerektiği tartışılmaya başlandı.

Çin'de ekonomik büyüme yavaşlıyor

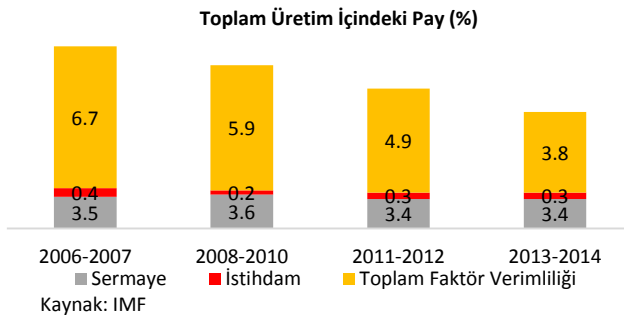


Çin dünyanın ABD'den sonra ikinci en büyük ekonomisi olması nedeniyle küresel çapta büyük bir önem arz ediyor. 1978 öncesi Çin, bazı inış çıkışlara rağmen yıllık ortalama %6 büyüyordu. Reform politikalarının uygulamaya konulduğu 1978 yılı sonrası Çin GSYH'si, daha stabil hareket ederek, ortalama yıllık %9'dan daha fazla büyümeyi yakaladı. Hatta bazı yıllarda %13'ten fazla büyüdü. 2009 yılından beri ise Çin ekonomisinde büyüme oranının istikrarlı bir

şekilde yavaşladığı dikkat çekiyor. Son 30 yıllık dönemde ortalama yüzde 10 büyümeye kaydeden Çin, küresel krizle beraber yaşanan yavaşlamanın ardından 2015 yılı büyüme hedefini %7.5'ten %7.1 düzeyine indirdi.

Çin'de ekonomik büyüme yapısı

Son dönemde yatırıma ve ihracata dayalı bir büyüme modeline sahip olan Çin'de, tüketimin de ekonomide giderek daha büyük pay elde etmesiyle Çin ekonomisi büyümenin daha yavaş ama dengeli olduğu bir geçiş dönemi yaşıyor. Çin'in bir dönem hızlı büyümesinde, sermaye birikimi her ne kadar önemli bir yere sahip olsa da, işgücü verimliliğindeki ciddi ve sürekli artış ekonomik patlamanın arkasındaki asıl itici gücü oluşturdu. 1990'ların başında verimlilik; büyümenin en önemli kaynağı olan sermayenin yerini aldı. Sermaye birikiminin 1979-1994 yılları arasında yılda yaklaşık %7 artmasına rağmen, sermayenin gayri safi yurtiçi hasılaya oranının neredeyse aynı kalması sermayenin büyüme üzerinde sınırlı bir etkisinin olduğunu gösteriyor. Çin'de geçmiş dönemlerde yatırımların aşırı yapılmış olması ve bu yatırımların katma değeri daha düşük alanlara yapılması sermaye verimliliğinin düşmesinde etkili oldu.



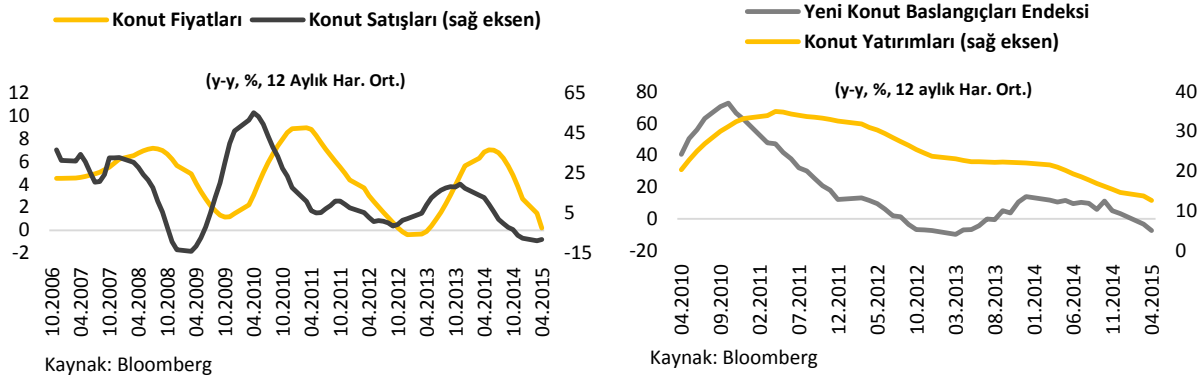
Dünyanın en kalabalık nüfusuna sahip olan ve bu sayede gelişen ekonomisinde önemli rol oynayan emek faktörünü üretimde maliyet avantajına dönüştüren Çin, sağladığı rekabet gücü ile fiyat üstünlüğü yakaladı ve dünya ekonomisindeki yerini belirledi. Yandaki grafikte Çin'in potansiyel büyümesine katkısı bakımından sermaye, istihdam ve toplam faktör verimliliğinin payları yer alıyor. Toplam faktör verimliliğinin potansiyel üretim içerisindeki payının yıllar itibarıyla azaldığı

dikkat çekiyor. Üretimde faktör verimliliğinin azalması ise potansiyel büyümenin azalmasına sebep oluyor.

Çin ekonomisi neden yavaşlıyor?

Konut Sektörünün Büyümeye Katkısının Azalması:

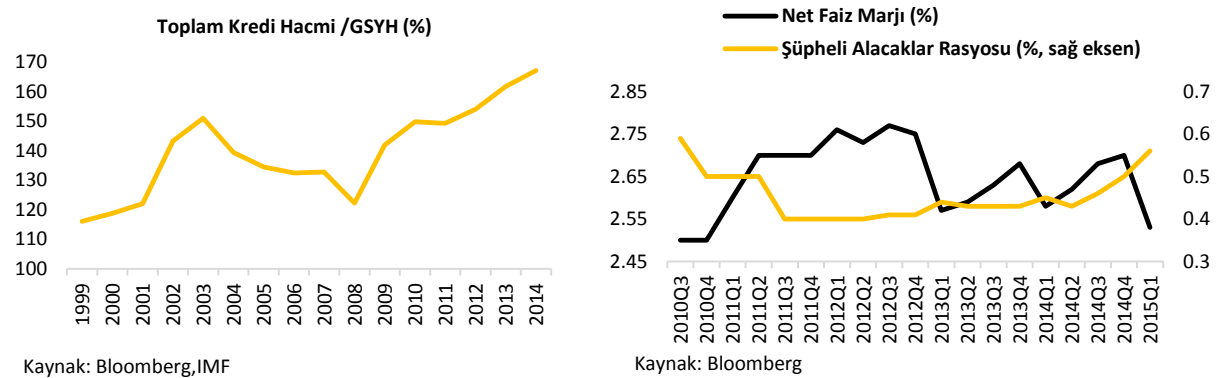
Çin ekonomisinde büyümenin yavaşlamasında etkili olan faktörlerin başında konut sektöründe son yıllarda yaşanan zayıflama geliyor. Çin'in geçtiğimiz yıllarda hızlı bir büyüme performansı sergilemesi, konut sektöründe arzın patlama yaşamasına ve konut fiyatlarında sert artışların görülmesine neden oldu. Fiyatlardaki artışın etkisiyle sektörde balon riskinin artması, önceki yıllarda büyümeye önemli katkıda bulunan sektörün artık ülke ekonomisi için tehlike arz etmeye başladığı algısının yükselmesinde etkili oldu.



Çin'de geçtiğimiz yıllarda hızla artan ve dalgalı seyir izleyen emlak fiyatlarının son dönemde düşüş eğilimine girmesi konut sektöründe yavaşlamanın en önemli göstergelerinden biri olarak görülüyor. Ülkede özellikle büyük şehirlerde emlak piyasasının düşüş eğilimine girmesi, sektörün büyüme üzerinde yarattığı baskının artabileceği endişelerine yol açıyor. 2014 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren konut fiyatlarındaki artışın yerini düşüşe bırakarak 2008 küresel kriz döneminde olduğundan daha kötü bir görünüm sergilemesi söz konusu endişelerin artmasında etkili oluyor. Bu durumu, ülkenin önde gelen emlak şirketlerine olan fon girişlerinin azalması ile sektör firmalarının borsadaki performanslarında yaşanan gerileme daha da ağırlaştırıyor. Firmaların finansman imkânının azalması konut yatırımlarının düşüşünde etkili oluyor. Bunun sonucunda, sektörde yeni konut başlangıçlarının 2010 yılından bu yana sert bir şekilde düşüş yaşadığı görülüyor.

Bankacılık Sektörü Görünümü:

Çin'de büyümede yavaşlama yaşanmasının nedenlerinden bir diğeri de kredilerin GSYH'ye oranının artmasına ve kredi hacminin yüksek miktarda olmasına rağmen kredilerin verimli bir şekilde kullanılmamasından kaynaklanıyor.



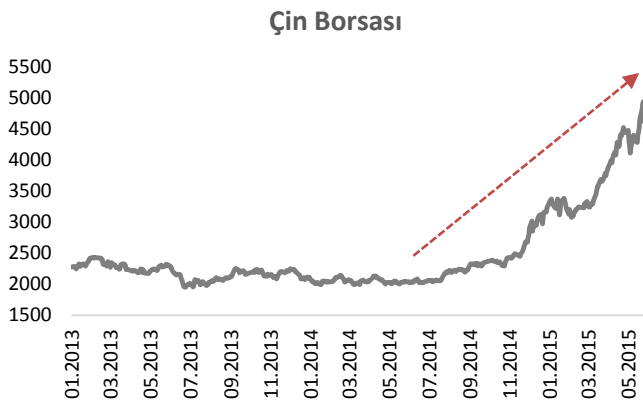
Çin geçmişteki hızlı büyüme stratejisi çerçevesinde birçok şirkete kredi verdi. Bu bağlamda, finans dışı özel sektör kredi miktarı 2014 yılının sonunda 2000'li yıllarla kıyaslandığında %964 artış gösterdi. Son beş yılda finans dışı özel sektöre verilen kredi miktarı ise %123 arttı. Bununla birlikte, Çin'de bankacılık sektörü tarafından sağlanan toplam yurtiçi kredi hacminin GSYH'ye oranının küresel kriz dönemi sonrasında hızla yükselerek %167

seviyelerine ulaştığı görülüyor. Bankaların kredi karlılığının bir göstergesi olan net faiz marjının ise, 2013 yılının başından itibaren düşmeye başladığı görülüyor. Özellikle 2015 yılının ilk çeyreğinde 2014 yılına göre bankacılık sektörünün kredi karlılığında yaşanan azalma dikkat çekici bir ayrıntı olarak karşımıza çıkıyor. Bunun yanı sıra bankacılık sektöründeki risklerden biri olan batık krediler sorunu da Çin'in büyüme hızını yavaşlatan önemli etkenlerden biri olarak karşımıza çıkıyor. Verilmiş yüksek miktardaki krediler sonucunda şüpheli alacaklarda artış yaşandığı görülüyor.

Son yıllarda Dolar'ın küresel piyasalarda değer kazanmasıyla, sabit kur bandı politikası uygulayan Çin'in yerel para birimi Yuan'ın Dolar karşısında değer kaybettiği görüldü. Geçmişte Çin ekonomisinin %10'un üzerinde büyüdüğü dönemlerde Yuan'ın değerleneceği beklentisi ile ülkede yatırımcılar Dolar cinsinden borçlanıp bunu Yuan'a çevirmeyi tercih etmişlerdi. Bu bağlamda, Dolar açık pozisyonlarda artışlar meydana geldi. Bu durum ise, Dolar cinsinden açık pozisyonu çok yüksek olan Çin'de riskin artması olarak algılandı. Bu bağlamda, geri dönmeyen kredilerin önümüzdeki dönemlerde artması ihtimali büyüme üzerinde endişe verici bir durum yaratıyor.

Çin'de büyüme üzerinde risk yaratan bir diğer unsur ise, bankacılık sektörü gibi risklere sahip olan banka dışı kredi faaliyetleri olarak tanımlanan ve bankalar gibi düzenlemelere tabi olmayan gölge bankacılık faaliyetlerinin çok yüksek düzeyde seyrediyor olması. Gölge bankacılık alanında yıllık büyüme hızı açısından Çin, dünyada ilk sıralarda yer alıyor. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde Çin'de gölge bankacılık faaliyetlerinden kaynaklı oluşabilecek risklerin büyümeye negatif katkı yapma ihtimali olduğu düşünülüyor.

Sermaye Piyasasında Balon İhtimali:



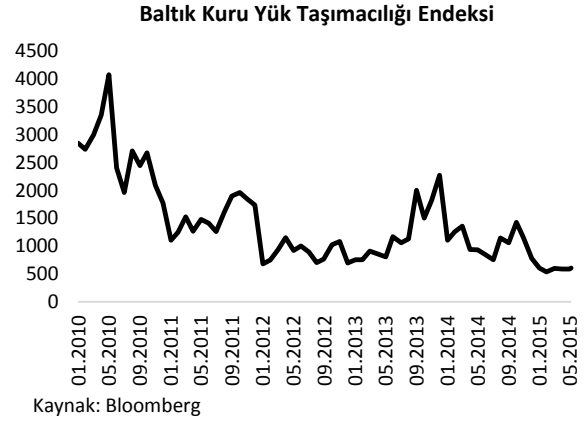
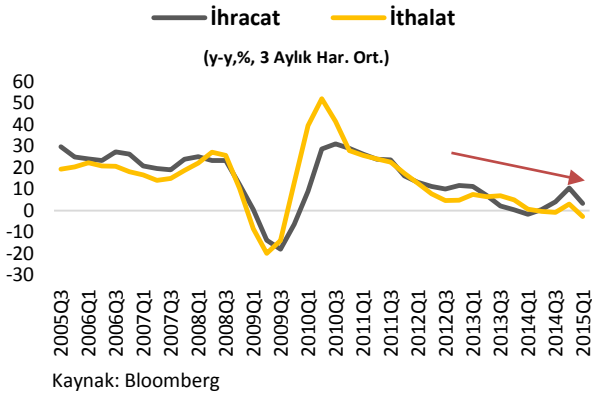
Kaynak: Bloomberg

Çin borsasında son bir yılda %100'ün üzerinde artış yaşandığı yandaki grafikte de görülüyor. Borsadaki bu sert yükselişin balon oluşturma ihtimalinin yanı sıra Çin ekonomisinin dışarıya daha fazla açılması ile birlikte piyasadaki kırılganlık artabilir. Her ne kadar sermaye piyasalarının Çin ekonomisindeki payı düşük olsa da borsada yaşanacak sert bir düşüş ekonomiye olumsuz yansıtacaktır.

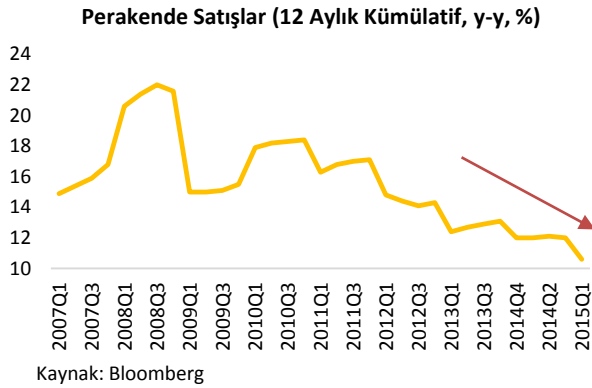
İstihdam Piyasası Kaynaklı Sorunlar:

Geçmiş yıllarda ihracata dayalı büyüme modeli ile hızla gelişen Çin ekonomisinde ihracatı cazip kılan en önemli faktörlerin başında ucuz işgücü gelmekteydi. Ancak çalışma yaşındaki nüfusta yaşanan azalma ile birlikte son yıllarda işgücü verimliliğinin düştüğü görülüyor. Bununla birlikte Çin genç nüfusunun artık dünyanın ucuz işgücü kaynağı olmak istememesi sonucunda ücret artışı ve daha iyi çalışma koşulları talep etmesi, işgücü maliyetlerinin artmasında etkili oluyor. İstihdam piyasasındaki bu gelişmeler, son yıllarda Çin'e yönelen sermaye ve yatırım akışının yavaşlamasına neden olurken büyüme üzerinde aşağı yönlü baskı yaratıyor.

Zayıf Seyreden Dış ve İç Talep:



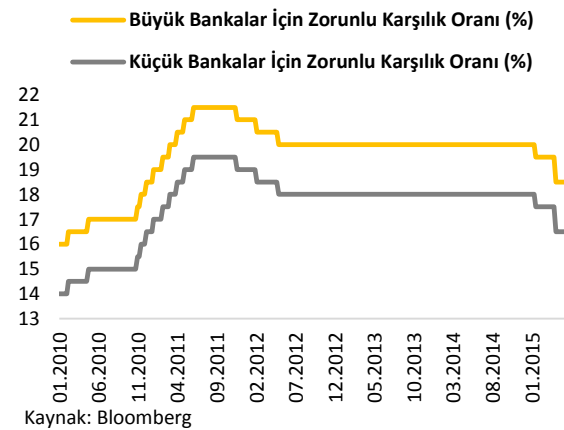
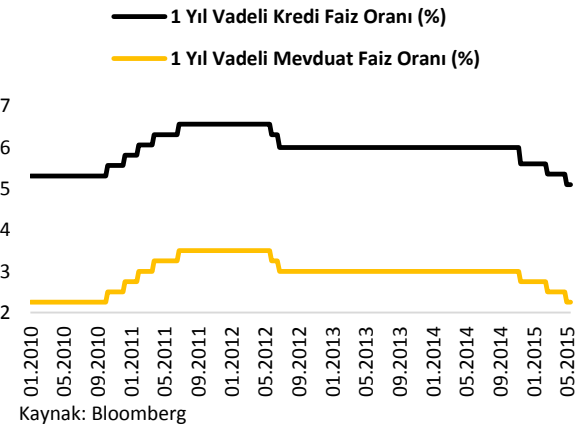
Çin'in büyümesinde düşük maliyetli üretimin ve yüksek ihracatın payı önemli rol oynuyor. İhracatın grafikteki gibi bir düşüş eğilimine girmesi Çin'in büyüme tahmini için aşağı yönlü riskleri barındırıyor. Küresel ekonomilerde potansiyel büyüme hızının kriz öncesi döneme göre düşmesi ve azalan dış talep Çin ekonomisi için büyümenin sürdürülebilirliğine dair soru işaretleri yaratıyor. Ayrıca yukarıdaki grafikte yer alan Baltık kuru yük taşımacılığı endeksindeki düşüşün de işaret ettiği gibi dünya ticaret hacminde yaşanan daralma da ihracata dayalı büyüyen Çin ekonomisini olumsuz etkiliyor.



Bunun yanı sıra bu yıl içinde faiz artırımına başlaması beklenen ABD'nin, faiz artırımı ile birlikte başlayacak sermaye çıkışlarının gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Çin ekonomisini de olumsuz etkilemesi muhtemel görünüyor. Son dönemlerde içe dönük bir büyüme stratejisi izlenen Çin'de perakende satışlar verisinin de önceki yıllara kıyasla düşük seyrediyor oluşu da iç talebe yönelik endişeleri artırıyor. Çin ekonomisi ucuz üretim ve ihracat kaynaklı büyüme modelini iç tüketim kaynaklı bir modele çevirmeye çalışıyor. Ancak bunun henüz başarılı olmadığını perakende satışlar verisi de destekliyor.

Düşük büyümeye yönelik alınan önlemler

Çin'de büyümenin yavaşlamaya başlamasıyla birlikte politika yapıcılar da yavaşlamaya karşı çeşitli önlemler almaya başladılar. Çin'de özel sektör borçluluğunun oldukça yüksek olması ve özel sektörün borcunu borçla



çevirmesi nedeniyle bankaların kredi vermemeyi tercih etmesi durumunda şirketler iflasla sonuçlanabilecek şekilde zor duruma düşüyorlar. Bu nedenle Çinli yetkililerin özellikle bankaların kredi vermesini teşvik edecek şekilde faiz indirimleri ve piyasadaki likiditenin artırılmasına yönelik önlemler aldıkları görülüyor.

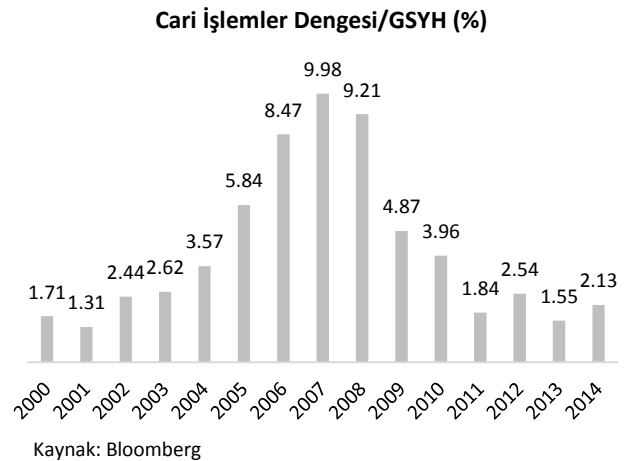
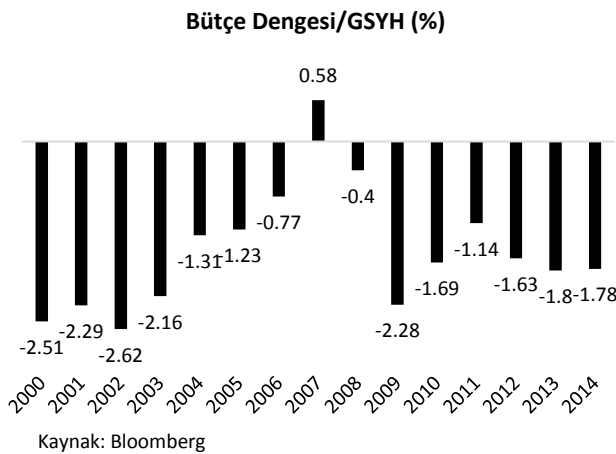
Ekonomiye ilişkin yavaşlama işaretlerinin gelmesiyle birlikte Çin Merkez Bankası, Kasım 2014'te iki yıl aranın ardından ilk defa faiz oranlarında indirim gitti. Kasım 2014'teki ilk faiz indiriminin ardından Mart 2015 ve Mayıs 2015'te birer kez daha indirim giden Banka 6 ay içinde toplamda üç kez gösterge faiz oranlarını indirmiş oldu. Faiz oranlarındaki indirimin yanı sıra Banka, piyasadaki likiditeyi artırmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarında da indirim gitti. Banka 2.5 yıldan uzun bir süreden sonra Şubat 2015'te zorunlu karşılık oranlarını 50 baz puan, Nisan 2015'te ise 100 baz puan indirdi. Ayrıca Ocak ayında finansal sisteme likidite sağlamak amacıyla bir yıl sonra ilk kez ters repo kullanarak piyasaya likidite enjekte etti.

Çin'de özel sektörün ve yerel yönetimlerin borç yükünün fazla olmasının büyümedeki yavaşlamada etkili olması nedeniyle Çinli yetkililer yerel yönetimlerin borçlarına yönelik önlemler de açıkladı. Bu kapsamda Mart ayında merkezi hükümet, yerel yönetimlere vadesi dolan tahvilleri daha düşük faiz oranları ile yerel yönetim veya bölge tahvilleri ile değiştirme imkânı tanıdı. Tahvil takas programı olarak adlandırılan programın büyüklüğü ise 1 trilyon Yuan olarak belirlendi. Geçen hafta ise hükümetin tahvil takas programının büyüklüğünü iki katına çıkarmayı planladığı haberleri geldi. Programın büyüklüğünün iki katına çıkarılmasının planlanması, ilk programının başarılı olduğunu ve hükümetin yerel yönetimlerin son yıllarda rekor seviyelere ulaşan borçlarından oluşan risklerin azaltılması için mücadelede kararlı olduğunu gösteriyor.

Büyüme içinde konut sektörünün önemli bir paya sahip olması nedeniyle Çin Merkez Bankası, Mart 2015'te ikinci konut satın alımı için ödenmesi gereken zorunlu miktarda indirim gitti. Merkez Bankası, bankaları ikinci konut satın alımı yapmak isteyen ailelere %40'ın altında ödeme yapılmaması şartıyla ticari destek vermeye teşvik etti. Söz konusu oran daha önce %60-70 arasında değişiyordu.

Son olarak Çinli yetkililer yurtiçi harcamaların artmasına yardım ve ekonominin desteklenmesi için Haziran sonundan önce bazı tüketim ürünlerinden alınan ithalat vergilerinin azaltılacağını duyurdu.

Ekonomi yönetiminde artan maliye politikaları ve IMF'nin Çin reçetesi



Para birimi Yuan'ın düşük seyri sebebiyle rekabet avantajı yaşayan ve Çin ekonomisinde önemli bir yer tutan ihracatın dışarıdan satın aldığı ithal mallarına göre daha fazla olması Çin'in cari işlemler fazlası vermesine sebep oluyor. Öte yandan, bütçe gelirleri ile bütçe harcamaları arasındaki farkı gösteren mali açığın büyüme içindeki payının genel olarak düşük seyretmesi ekonomide ikiz açık olarak ifade edilen yapının oluşmamasını sağlayarak kamu borç stokunun yükünü hafifletmede etkili oluyor. Çin ekonomisinde kamu borç stokunun düşük seviyelerde olması ise, büyümeye pozitif katkısı azalan yüksek yatırımların ve uygulanan para politikalarının yetersiz kaldığı

süreçte Çin'de karar alma mekanizmalarının ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla bütçe açığını artırıcı maliye politikalarını uygulamada elini güçlendiriyor. Bu bağlamda Maliye Bakanlığı tarafından yapılan açıklamaya göre 2015 yılında, Çin'de geçen yıldan daha fazla mali harcama gerçekleştirerek bütçe açığının artırılması yolu ile ekonominin canlanması bekleniyor. IMF'nin Çin ile ilgili yayınladığı son raporuna göre, Çin ekonomisinin bu yıl %6.5-%7.0 arasında bir büyüme performansı göstereceği tahmin ediliyor. Ayrıca raporda bu süreçte açıklanacak olan ekonomik veriler yılsonu büyümesinin %6.5 seviyesinin altında olacağı sinyali verirse, mali politikaların daha da genişletilmesi gerektiğine yer verildi. Bununla birlikte, yeni bütçe kanun uygulaması, para birimi Yuan'ın son dönemde yaşadığı değer kazancı, düşük petrol fiyatları ve zorunlu karşılıklarda faiz oranı değişikliğine gidilmesi gibi gelişmelerin etkisinin devam ettiği vurgulandı.

Çin, son dönemlerde değersiz Yuan politikasını da terk etmiş görünüyor. Çinli yetkililer son dönemde Çin para biriminin daha konvertibl bir para birimi olabilmesi için adımlar atmaya başladılar. Yuan'ın daha konvertibl hale gelmesi Çin borsasına yatırımları kolaylaştırabilecek olmasının yanı sıra, ABD ve Euro Bölgesi para birimlerinin ardından dünyada rezerv para birimi olmasını sağlayabilir. IMF tarafından son yapılan açıklamalarda Yuan'ın artık aşırı değersiz bir para birimi olmadığı ve gerçek değerine ulaştığı ifade ediliyor. Ayrıca, son dönemde Yuan'ın IMF tarafından oluşturulan ve uluslararası bir rezerv birimi olan SDR (Special Drawing Right- Özel Çekme Hakkı) sepetine dahil olması da gündeme geldi. Dünya ticaretinde en büyük paya sahip olan ülkelerin para birimleri olan ABD doları, Euro, Japon Yen'i ve İngiliz Sterlini'nin yer aldığı SDR sepetinde hali hazırda dünya ticaretinde yüksek bir paya sahip olan Yuan'ın da yer alması gerektiği düşünülüyor. Konvertibilitesinin artması sayesinde SDR sepetinde yer alması gündeme gelen Yuan böylece rezerv para olma özelliği kazanmış olacaktır.

Sonuç olarak küresel ekonominin itici gücü olarak görülen Çin'de ekonomik büyüme yavaşlıyor. Bu yavaşlamada Çin'in büyümesinde önemli rollerden birine sahip olan ucuz işgücüne ilişkin avantajını kaybetmeye başlaması, konut sektöründe balon oluşturma ihtimali, bankacılık sektörünün aşırı büyümesi ve giderek artan gölge bankacılık kapsamındaki finansal faaliyetler ve yüksek şirket borçluluğu gibi pek çok faktör etkili oluyor. Çinli yetkililer özellikle de bankaların kredi kullandırımını ve piyasada likiditeyi artırıcı pek çok önlem almış olsa da bunların büyümedeki yavaşlamanın önüne geçemediği dikkat çekiyor. Çin'de ihracata dayalı bir büyüme modelinin yerini yavaş yavaş iç tüketime dayalı bir büyüme modeline bırakmaya başladığı göz önünde bulundurulduğunda, IMF'nin de önerdiği gibi hali hazırdaki para politikaları yerine, özellikle sosyal transferleri artıracak mali harcamaların büyümeyi daha fazla destekleyebileceği düşünülüyor. Bu bağlamda karar alma mekanizmaları tarafından ekonomik büyümeye pozitif katkısının daha fazla olabileceğine inanılan maliye politikalarına ağırlık verilmesi gereği ortaya çıkıyor. Küresel kriz sonrasında ABD, Euro Bölgesi ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici para politikalarına rağmen ekonomide henüz istenilen canlanmanın sağlanamamış olması nedeniyle önümüzdeki dönemde maliye politikalarının ön plana çıkması olası görünüyor.

Haftalık Veri Takvimi (08-12 Haziran 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
08.06.2015	Türkiye	Sanayi Üretimi (Nisan, y-y)	%4.83	%3.7 (açıklandı)
	Almanya	Sanayi Üretimi (Nisan,Takv. Arınd. y-y)	%0.1	%0.9
		Dış Ticaret Dengesi (Nisan)	23.0 Milyar Euro	19.2 Milyar Euro
		Cari İşlemler Dengesi (Nisan)	27.9 Milyar Euro	20.3 Milyar Euro
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Nisan)	2,795.3 Milyar Yen	1,687.4 Milyar Yen
		Dış Ticaret Dengesi (Nisan)	671.4 Milyar Yen	153.0 Milyar Yen
		GSYH (1. çeyrek, ç-ç)	%0.6	%0.7
09.06.2015	Euro Bölgesi	GSYH (1. çeyrek, y-y, öncül)	%1.0	%1.0
	İngiltere	Dış Ticaret Dengesi (Nisan)	-2,817 £	-2,700 £
	Japonya	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	41.5	41.9
10.06.2015	Türkiye	GSYH (1. çeyrek, y-y)	2.6	1.6
	Fransa	Cari İşlemler Dengesi (Nisan)	-1.5 Milyar Euro	--
		Sanayi Üretimi (Nisan, y-y)	%1.3	%1.0
	İtalya	Sanayi Üretimi (Nisan,Takv. Arınd. y-y)	%1.5	--
	İngiltere	Sanayi Üretimi (Nisan, y-y)	%0.7	%0.6
	Japonya	Makine Siparişleri (Nisan,a-a)	%2.9	-%1.8
		ÜFE (Mayıs, a-a)	%0.1	%0.2
11.06.2015	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Nisan)	-4.9 Milyar Dolar	-2.9 Milyar Dolar
	ABD	Perakende Satışlar (Mayıs, a-a)	%0	%1.1
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	276 Bin Kişi	--
	Fransa	TÜFE (Mayıs, y-y)	%0.1	%0.4
12.06.2015	ABD	ÜFE (Mayıs, y-y)	-%1.3	-%1.1
		Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Haziran, öncül)	90.7	91.0
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Nisan,Takv. Arınd. y-y)	%1.8	%1.1
	Japonya	Sanayi Üretimi (Nisan, y-y)	-%0.1	--
		Kapasite Kullanım Oranı (Nisan, a-a)	-%1.2	--