



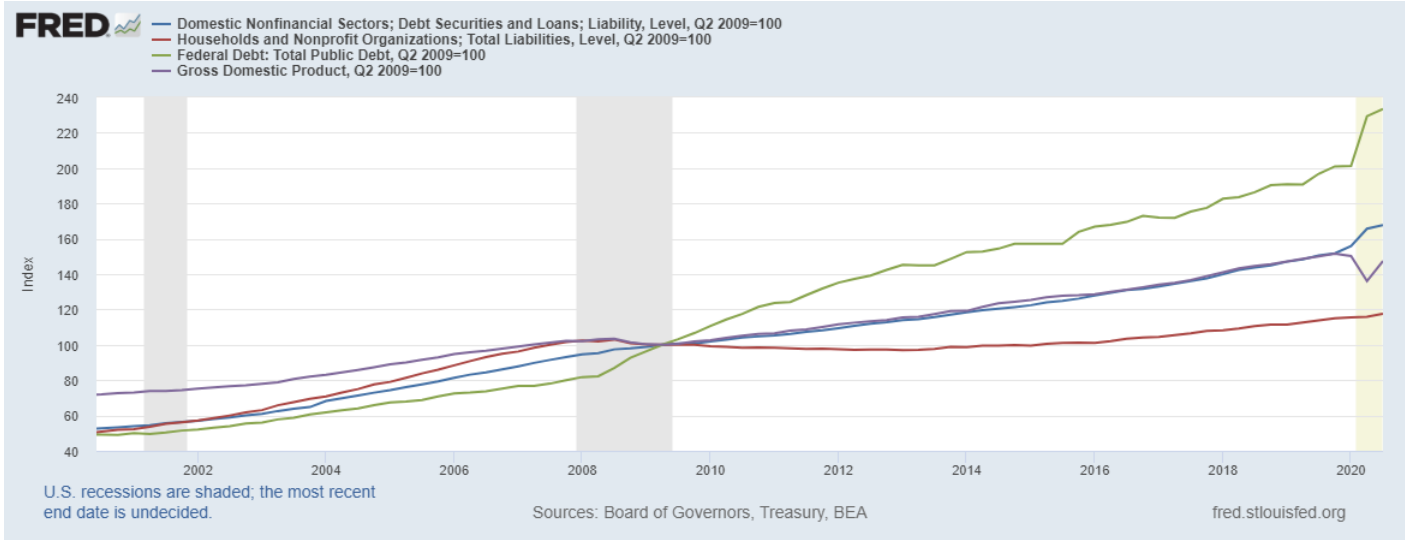
Uluslararası Piyasalar 2021 Yılı Beklentileri

Şant Manukyan – TÜYİD Yüksek İstişare Konseyi Üyesi, İş Yatırım, Uluslararası Piyasalar Direktörü

2021 yılına pek çok beklenti ile girdik. Ancak en çok tartışılan konulardan bir tanesi enflasyon fenomeninin geri gelip gelmeyeceği. Elbette hiç ayrılmayan Türkiye özelinde değil global enflasyondan bahsediyoruz. Geride bıraktığımız 10 yıllık dönemde merkez bankası varlık alımlarının veya piyasa jargonu ile “para basmanın” (ki yok öyle bir şey) enflasyon yaratmadığını ABD-Fed, EB-ECB ve Japonya-BOJ örneklerin net bir şekilde gördük. Bu dönemi ABD özelinde incelediğimizde göze çarpması gereken noktalardan bir tanesi ilk grafikte gördüğünüz reel (mavi) ve potansiyel büyüme arasındaki fark.



Potansiyelinin çok altında büyüme gösteren ABD ekonomisinin enflasyon yaratamamış olması şaşırtıcı değil. O tarihlerde en sık kullanılan sözcüklerden bir tanesi de “deleverage” olmuştu. Yani hane halkı ve şirketlerin borçlarını azaltmaya girişmeleri ile oluşan ve Richard Koo’nun “bilanço resesyonu” olarak adlandırdığı yavaşlama. İkinci grafikte hane halkı (kırmızı), özel sektör (mavi) ve kamu borcunun o tarihten bu yana seyrini görüyorsunuz.



Hane halkı borcu önemli bir artış göstermezken finans dışı özel sektörün yükümlülükleri ekonomik büyüme kadar değişim göstermiş. Şayet aşı gerçekten başarılı olur ve yatırımlarla iş gücü piyasasını hızlı bir şekilde normalleştirebilirse Fed'in istediği tarzdan bir "iyi" enflasyon senaryosunu tartışabiliriz. Ancak şu anda görülen o ki enflasyon seviyesinde bir zıplamanın ardından düşük seyir devam edecek. Öte yandan kamu borcunda yaşanan artış mutlaka dikkatinizi çekmiştir. Birinci eke dönüp bugünkü duruma bakarsak ABD GDP'si 3.Ç itibarı ile 2019 zirvesinin sadece %2.6, potansiyel GDP'nin ise %2.9 altında seyrediyor. Böyle bir ortamda önce GDP'nin %4.3'ü ve ardından da kabul edilirse (edilmeyecek) GDP'nin yaklaşık %9'una denk düşecek 2 mali paket söz konusu. Aşının gerçekten etkin olduğu bir ortamda bu harcamalar doğru yapılırsa enflasyon üzerinde mutlaka etkili olacaktır. Ve Fed'e yönelik beklentilerin de yılın 2. yarısında değişmesi kaçınılmaz olur. Bu kez denklemde ise enflasyonun kaynağı kamu harcamaları olarak görünüyor. Her iki senaryoda da şu anda soru işaretleri var. Ancak şimdilik reel olarak gördüğümüz bir dinamik ise maliyet enflasyonu. Ana enflasyon endekslerinde net bir işaret olmasa da ABD ve Çin PMI verilerinin girdi ve çıktı fiyat endekslerinde bu durum kendisini göstermeye başladı.

Endüstri emtia grubu Çin ama daha ziyade arz tarafında yaşananlar ve stok azalışları ile sert yükselişler gösterirken tarım ürünlerinde de son 5-6 yılın en yüksek fiyatlarını görüyoruz. Sadece bakırın, buğday veya çeliğin fiyatı yükselmiyor, üretimde kullanılan girdiler ve lojistik maliyetleri de çok ciddi bir şekilde artıyor. ABD'de tarım sektörü iflaslarının 2014 yılından bu yana en yüksek seviyesinde olduğunu görüyoruz. Pek çok üretici 2020 krizi sırasında iflas ettiği veya küçüldüğü için talep yönlü bir yükselişten ziyade 1970'lerde gördüğümüz arz kaynaklı bir sorunla karşı karşıyayız. Bu sorun geçici mi değil mi 2021 yılında netleşecek ancak fiyat yükselişleri bir trende dönüşürse merkez bankalarının yapabileceği fazla bir şey yok. Orta vadede maliyet konusunda belirleyici olacak diğer bir unsur da Çin'de bulunan tedarik zincirinin yeni ülkelere kayıp kaymadığı olacak. Yıllar içinde Çin'in biriktirdiği uzmanlı ve büyüklükten kaynaklanan avantajın bir başka ülke tarafından sağlanması çok kolay değil. Öte yandan tüm bu enflasyon tartışmaları arasında unutulmuş birkaç deflasyonist dinamik daha var ki önümüzdeki yıllarda baskın çıkmaya devam edebilirler. Verimlilik, yaşlanan nüfus, gelir eşitsizliği, Çin etkisinin devamı vs. Kısacası çoğunluğun yaptığı gibi Fed bilançosuna bakarak bir enflasyon tahmini yapmak beyhude ve anlamsız bir çaba, çok farklı aktörlerin çarpıştığı bir sahadayız.