

Ekonomilerin Yeni Umudu Modern Para Teorisi Mi?

2008 küresel krizi sonrasında uygulanan geleneksel olmayan para politikaları gelişmiş ülke ekonomilerinde işleri bir süre yoluna sokmuş gibi görünse de son dönemde hem gelişmiş ülke ekonomilerinde hem de dünya ekonomisi için resesyona endişelerinin tekrar arttığı görülüyor. Bu durum para politikasının etkinsizliği tartışmalarını ve alternatif politika arayışlarını gündeme getirdi. Bu haftaki raporumuzda, söz konusu tartışmalar arasında son dönemde fazlaca öne çıkan "Modern Para Teorisi"ne yakından göz atmak istiyoruz.

Modern Para Teorisi Neyi Savunuyor?

Modern Para Teorisi (MPT) ABD, İngiltere, Japonya ve Kanada gibi parasal olarak egemen ülkelerin devlet harcamaları konusunda gelirlerle kısıtlı olmadığını savunuyor. Başka bir ifade ile söz konusu hükümetler kendi para birimleri ile borçlandıkları için harcama yapmak için vergi gelirlerine ya da borçlanmaya ihtiyaç duymaksızın para basarak gelir elde edebilirler. Bu fikir hükümetin ekonomi ile etkileşime girme şekli, paranın doğası, vergi kullanımı ve bütçe açığının önemi hakkında geleneksel inançlara meydan okumakla birlikte, fikri destekleyenler söz konusu inançların altın standardı döneminden kaldığını ve artık geçerli ve doğru olmadığını savunuyorlar.

Bugünün dijital çağında hükümetlerin bastıkları kadar para harcayabilecekleri MPT'nin ana fikrini oluşturuyor. Geleneksel teoriler bu tür harcamaların borçların şişmesine ve enflasyonun patlamasına yol açabileceğini söylese de MPT'ye göre ABD gibi ülkelerde aşırı hükümet borçları çöküşe neden olmaz. Tam tersine küçük açıklar veya bütçe fazlası, vatandaşların tasarruflarıyla finanse edildiği için çok daha zararludur. İşsizlik ise hükümetin bir yandan vergi toplarken diğer yandan çok az harcamasının bir sonucudur.

MPT'ye hükümetin sıradan bir ev veya işletme gibi parasız kalacağı fikri bir yanılgıdır. Bir hükümet, eğer kendi bağımsız (özerk) parasını basma yetkisine sahip değilse veya para basmasına yapay bir siyasi sınırlama konulduysa ancak o zaman parasız kalabilir.

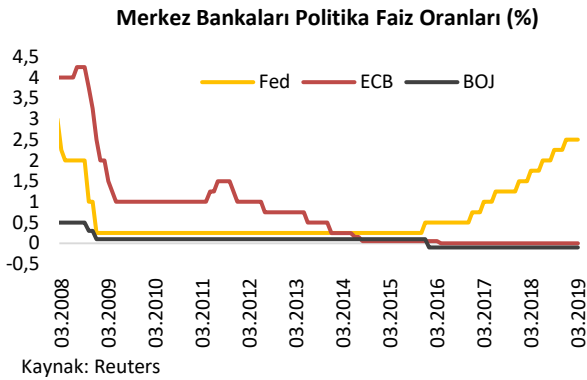
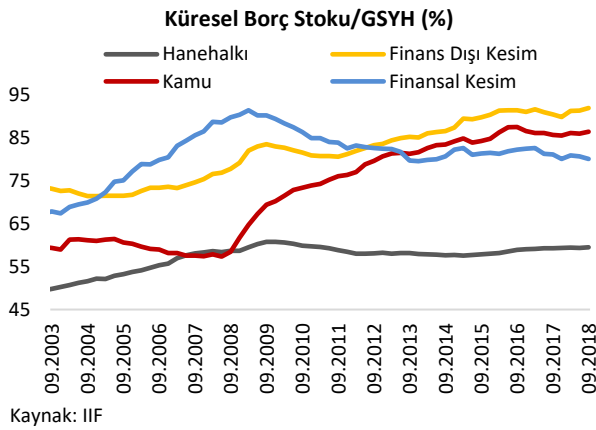
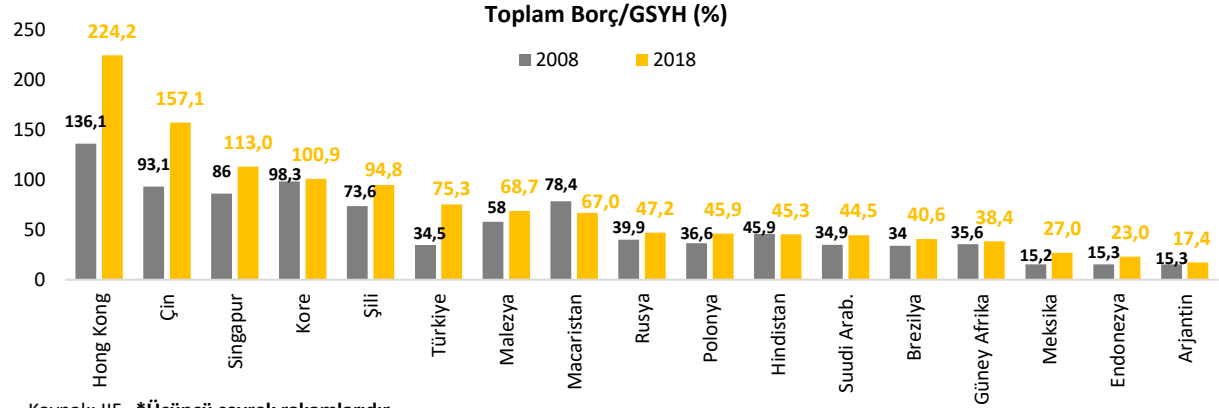
Karşı Görüşler

Modern para teorisini (MPT) eleştirenler, MPT'nin ne modern olduğunu ne de teori olduğunu söylüyorlar. Özetlemek gerekirse, MPT'nin savunucuları aktif maliye politikasının tam istihdam hedefi için kullanılmasını, para politikasının ise para tabanını genişleterek oluşan açığın kapatılması için kullanılmasını savunuyor. Genişleyici maliye politikası böylece para arzını artıracak, ancak tahvil arzı artmayacak, açığı finanse etmek de sorun olmayacak. Eğer enflasyon artarsa da sıkı maliye politikası uygulanacak ve merkez bankası para arzını azaltmak zorunda kalacak. Savaş ve savaş sonrası dönemdeki maliye politikalarını hatırlatan bu teori, yakın gelecekte uygulanmayacak gibi görünse de MPT'nin yaygın olarak tartışılması büyümenin canlandırılması ve artan gelir eşitsizliğinin azaltılması için maliye politikasının aktif olarak kullanılması gerektiği görüşünün arttığını gösteriyor. Genişlemeci ve aktif bir maliye politikasına olan desteğin artması ise gelecekte enflasyonun artması ve daha dik bir getiri eğrisinin oluşması gibi sonuçlara yol açabilir.

ABD Merkez Bankası (Fed) Başkanı Jerome Powell'da MPT'yi eleştirenler arasında yer alıyor ve enflasyonu yönetme konusunda para politikasının kullanılmasını gerektiğini savunuyor. MPT'nin savunduğu vergi politikasının enflasyonu Fed'den daha iyi yöneteceği fikrinin ise temelde yanlış olduğunu belirtiyor. Powell, vergi politikasının enflasyonla mücadele edebilmesi için Kongre'nin aksiyonunun gerektiğini, bunun da vakit alacağını, ancak Fed'in enflasyon baskılarına hızlı bir şekilde reaksiyon gösterdiğini belirtiyor. Ayrıca, MPT'ye en büyük eleştiri de, kendi para birimleriyle borçlanan ülkelerde açığın önemli olmadığı fikrinin tamamen yanlış olması. MPT'ye göre kendi para birimiyle borçlanabilen ve düşük enflasyon ortamının olduğu ABD gibi ülkelerde hükümetin açık vermesi sorun oluşturmaz. Bu fikir sert şekilde eleştiriliyor ve ABD'de hâlihazırda borç oranının GSYH'ye kıyasla oldukça


yüksek olduğu ve hızla yükseldiği, bu durumun uzun vadede enflasyonun arttığı bir ortamda risk oluşturacağı belirtiliyor.

2008 Küresel Krizden Sonra Ne Değişti?



2008 yılında ABD mortgage piyasası kaynaklı küresel krizin ardından Fed politika faiz oranını hızla sıfıra yakın seviyeye kadar çekerken diğer gelişmiş ülke merkez bankaları da politika faiz oranlarını düşürdü. Bunun yanı sıra geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması çerçevesinde Fed hükümet tahvilleri ile mortgage'a dayalı tahvil ve bonolarından alım yapmaya başladı. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarını aşağıya çekmesi yatırımcıları daha yüksek getirisi olan gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaya yöneltti. Bu ülkelere 2009 yılı sonrasında önemli miktarda sermaye akışı oldu. Öte yandan tarihte ilk kez uygulanan tahvil alım programı, merkez bankalarının bilançolarında yükselişe sebep olurken bu süreç gelişmiş ülkelerde kamu borçlarının, gelişmekte olan ülkelere özel sektör borçlarının artmasına neden oldu. Gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları genişleyici politikalar sonrasında özel sektör borçları hızla arttı. 2013 yılı Mayıs ayı sonunda dönemin Fed Başkanı Ben Bernanke'nin genişleyici para politikalarının sonuna geldiğini açıklamasının ardından Fed'in tahvil alım miktarında azaltıma

giderek 2014 yılı Ekim ayında tahvil alım programını tamamen bitirmesi ve 2015 yılında yapılan faiz artırımını takip etti. ABD'de genişleyici para politikasının bitirilmesi ile yaşanan finansal sıkılaşma ve piyasalarda artan volatilité sonucunda başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetleri arttı. Ayrıca cari açığı yüksek ülkelere kurlarda ve faizlerde yükseliş yaşandı. Söz konusu gelişmeler ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiye



Kısaca Küresel Kriz sonrasında uygulanan geleneksel olmayan para politikaları ile krizden çıkış başarılıydı ancak istenen iyileşme henüz yakalanamadı. Hatta Fed'in yeniden faiz indirimi yapabileceği tartışılmaya başlandı. Ancak artık para politikasının etkisizleştiğini biliyoruz. Bu nedenle maliye politikaları öne çıkıyor. Modern para teorisi savunucularının söylediği gibi enflasyonu düşük olan ülkeler kendi paralarıyla borçlandığında ve bu borçlar merkez bankalarının para basması yoluyla finanse edildiğinde ekonomide bir canlanma yaşanabilir. Ancak bu fikir aynı zamanda uçuk bir fikir olma eleştirisiyle karşı karşıya. Çünkü eğer resesyon tehlikesi artarsa ABD dışındaki diğer gelişmiş ülkelerin faiz aracını kullanma imkanı olmayacak. Böyle bir durumda merkez bankaları daha çok para basacak ve borçlanma yükselecek. Buna paralel enflasyonda da yükseliş yaşanacak. Her ne kadar bugün modern para politikası uygulamalarına ihtimal verilmese de popülist yaklaşımların yavaş yavaş güç kazandığını da unutmamak gerekiyor. Özellikle gelişmiş ülkelerde artan gelir adaletsizliği orta sınıfta memnuniyetsizliği artırıyor ve popülist politikalara eğilimi artırıyor. Bu nedenle MPT olmasa bile önümüzdeki dönemde maliye politikalarını öncülleyen politikaların uygulanmaya başladığını görebiliriz. Ancak ortaya çıkacak yeni politikaların borçluluk oranlarında beklenenin üzerinde bir artış yaşanmasına yol açma ihtimalinin olduğunu unutmamalı ve yeni politika arayışlarına temkinli yaklaşılması gerektiğini düşünüyoruz.

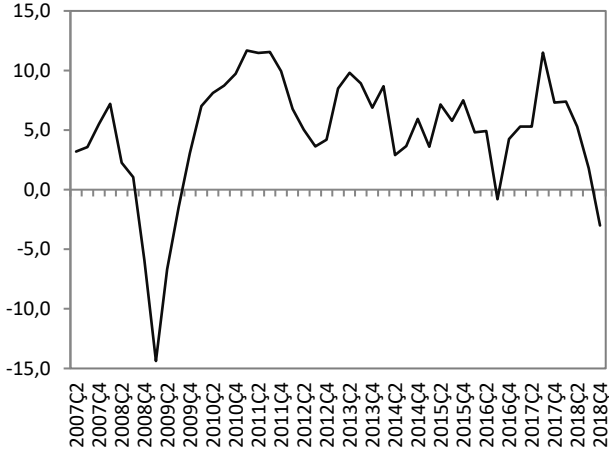
Haftalık Veri Takvimi (01 – 05 Nisan 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
1.04.2019	Türkiye	İmalat PMI (Mart)	46.4	--
	ABD	ISM İmalat Endeksi (Mart)	54.2	54.3
		İmalat PMI (Mart)	52.5	52.5
		Perakende Satışlar (Şubat, öncül, a-a)	%0.2	%0.3
	Euro Bölgesi	TÜFE (Mart, öncül, y-y)	%1.5	%1.5
		İmalat PMI (Mart)	47.6	47.7
		İşsizlik Oranı (Şubat)	%7.8	%7.8
	Almanya	İmalat PMI (Mart)	44.7	44.7
	Fransa	İmalat PMI (Mart)	49.8	49.9
	İtalya	İmalat PMI (Mart)	47.7	47.5
	İngiltere	İmalat PMI (Mart)	52.1	51.2
	Japonya	Nikkei İmalat PMI (Mart)	48.9	--
2.04.2019	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Şubat, öncül)	%0.3	-%1.2
	Euro Bölgesi	ÜFE (Şubat, y-y)	%3	%3.1
3.04.2019	Türkiye	TÜFE (Mart, y-y)	%0.16	%0.89
		ÜFE Mart, y-y)	%0.09	--
	ABD	ISM Hizmet Endeksi (Mart)	59.7	58.0
		Hizmet PMI (Mart)	54.8	--
		Özel Sektör İstihdamı (Mart)	183 bin kişi	180 bin kişi
	Euro Bölgesi	Perakende Satışlar (Şubat, y-y)	%2.2	%1.50
		Hizmet PMI (Mart)	52.7	52.7
	Almanya	Hizmet PMI (Mart)	54.9	54.9
	Fransa	Hizmet PMI (Mart)	48.7	48.9
	İtalya	Hizmet PMI (Mart)	50.4	50.6
	İngiltere	Hizmet PMI (Mart)	51.3	51.0
	Japonya	Hizmet PMI (Mart)	52.3	--
4.04.2019	Türkiye	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (Mart)	77.24	--
	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları (Mart)	211 bin kişi	--
	Almanya	Fabrika Siparişleri (Şubat, y-y)	-%3.9	-%3.1
5.04.2019	Türkiye	Hazine Nakit Dengesi (Mart)	-25.9 milyar TL	--
	ABD	Tarımdışı İstihdam (Mart)	20 bin kişi	175 bin kişi
		İşsizlik Oranı (Mart)	%3.8	%3.8
		Ortalama Saatlik Kazançlar (Mart, y-y)	%3.4	%3.4
	Almanya	Sanayi Üretim Endeksi (Şubat, y-y)	-%3.3	-%0.8

TÜRKİYE

Türkiye Büyüme Oranı

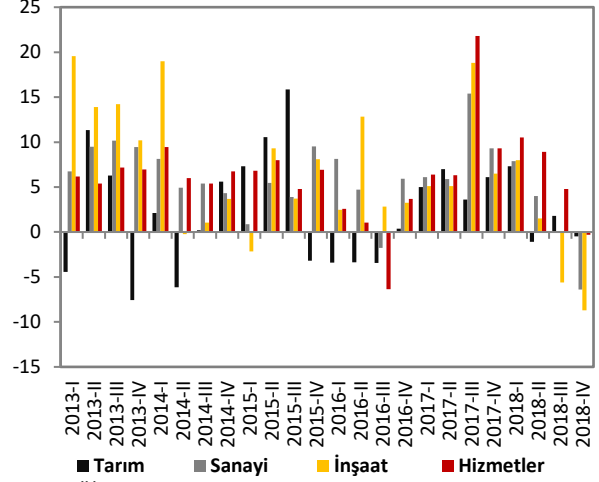
Reel GSYH (y-y, %)



Kaynak:TÜİK

Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

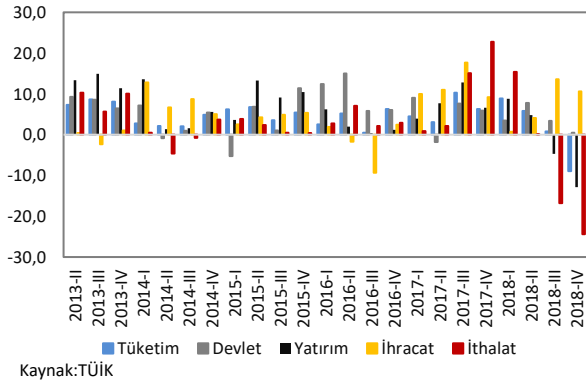
Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



Kaynak:TÜİK

Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)

Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)

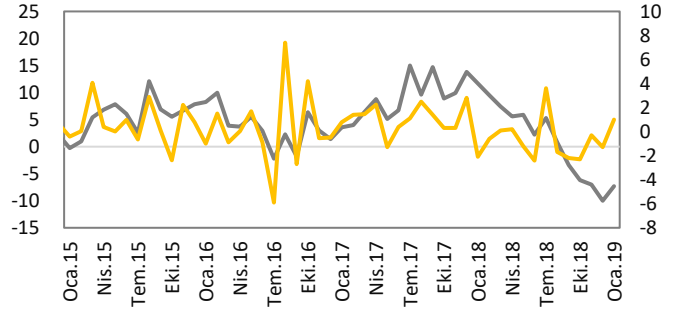


Kaynak:TÜİK

Sanayi Üretim Endeksi

Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)

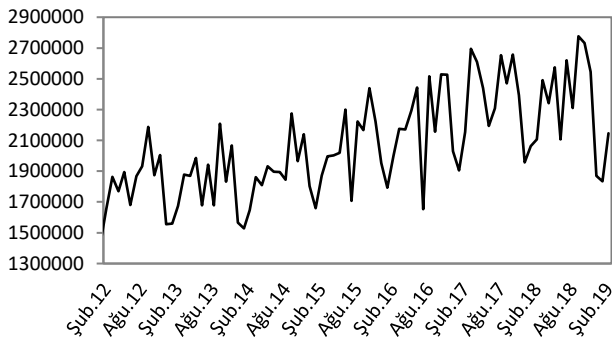
Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (a-a, %) (Sağ Eksen)



Kaynak: TÜİK

Beyaz Eşya Üretimi

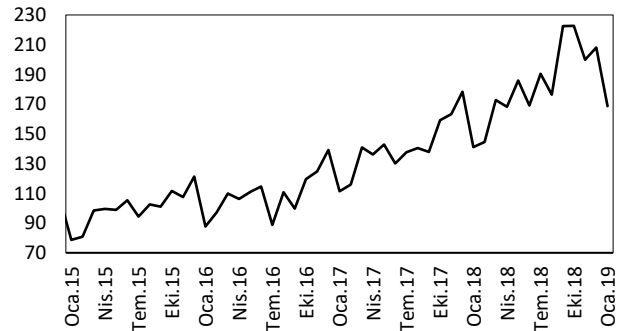
Beyaz Eşya Üretimi (Adet)



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

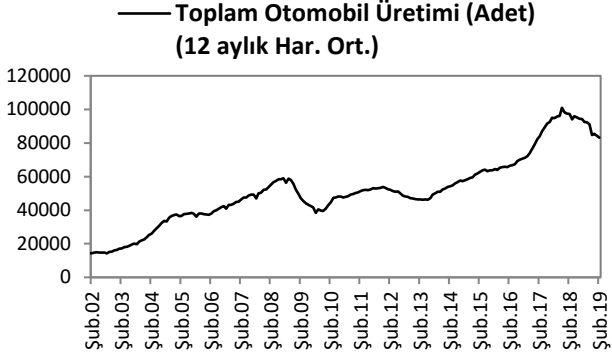
Sanayi Ciro Endeksi

Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2015=100)



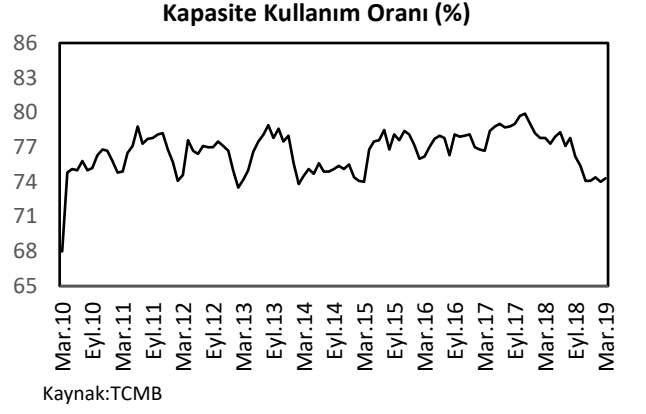
Kaynak: TÜİK

Toplam Otomobil Üretimi



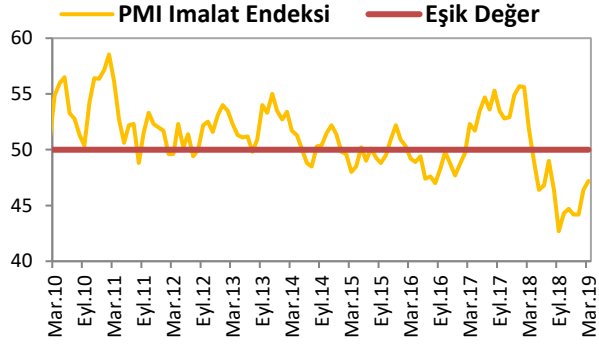
Kaynak: OSD, VakıfBank

Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

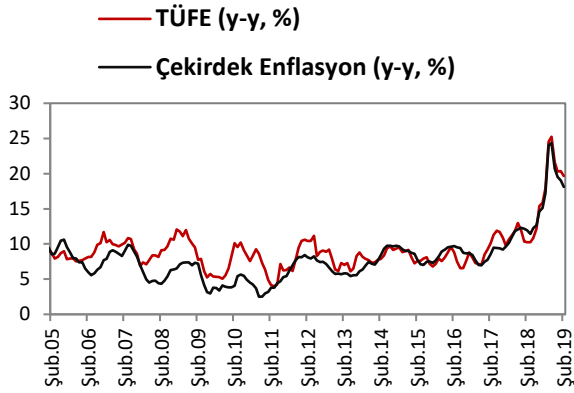
PMI Endeksi



Kaynak: Reuters

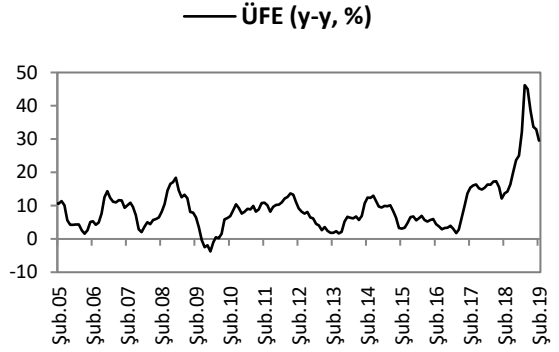
ENFLASYON GÖSTERGELERİ

TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



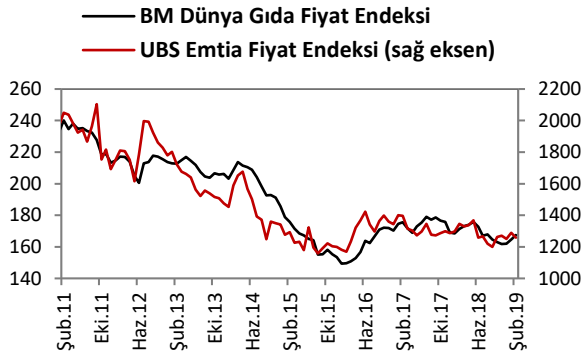
Kaynak: TCMB

ÜFE



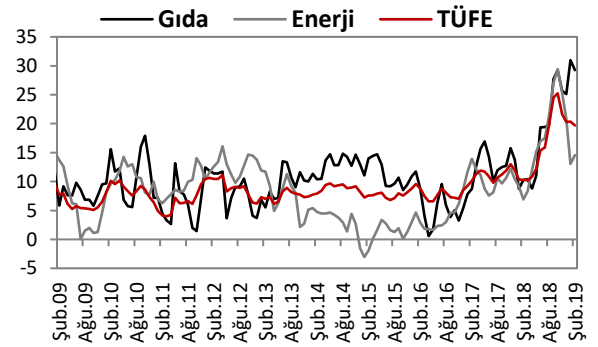
Kaynak: TCMB

Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



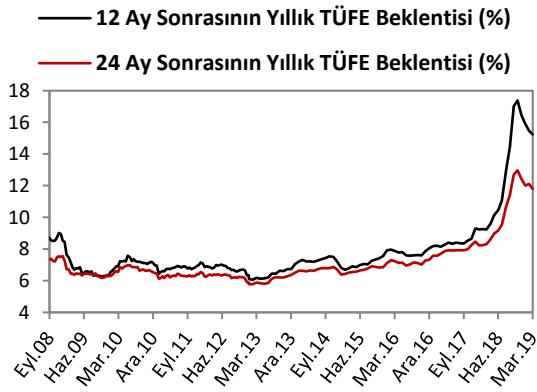
Kaynak: Bloomberg

Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



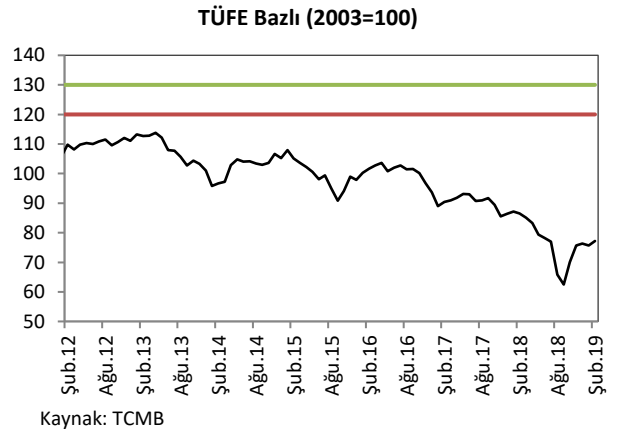
Kaynak: TCMB

Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB

Reel Efektif Döviz Kuru

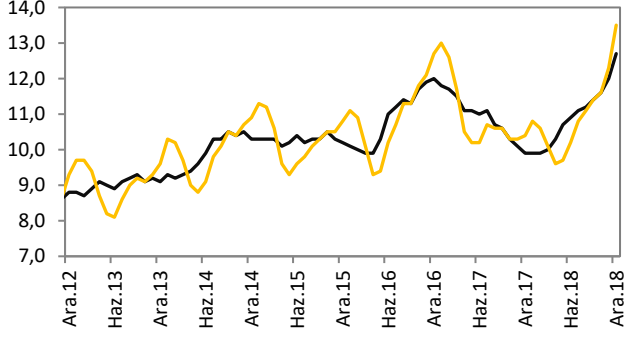


Kaynak: TCMB

İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

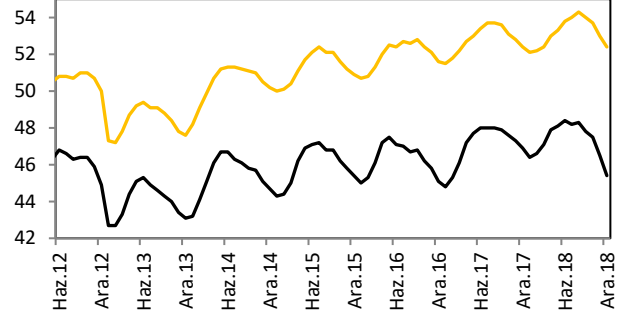
— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı (%)
— İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

İşgücüne Katılım Oranı

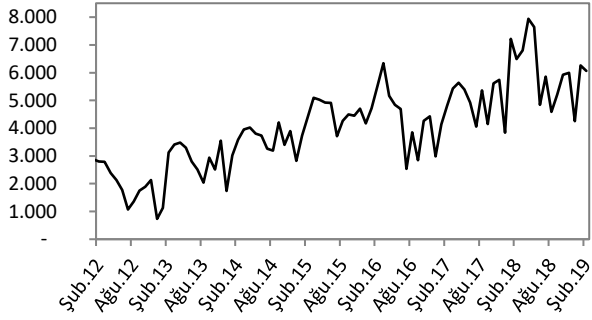
— İşgücüne Katılma Oranı (%)
— İstihdam Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı

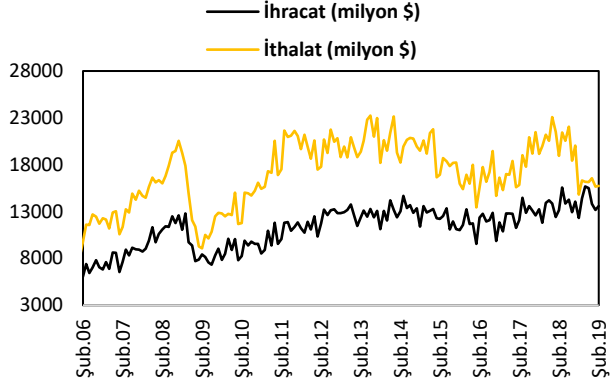
— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)



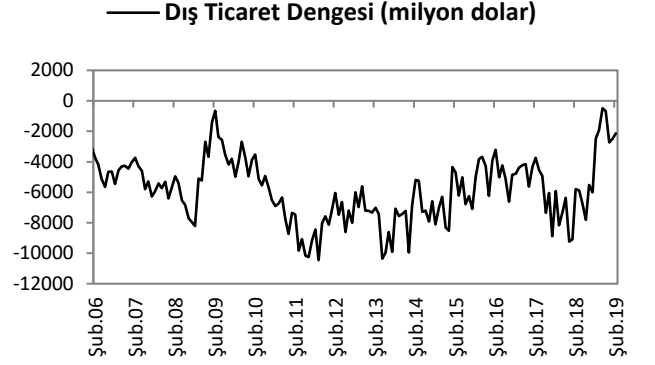
Kaynak: TOBB

DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

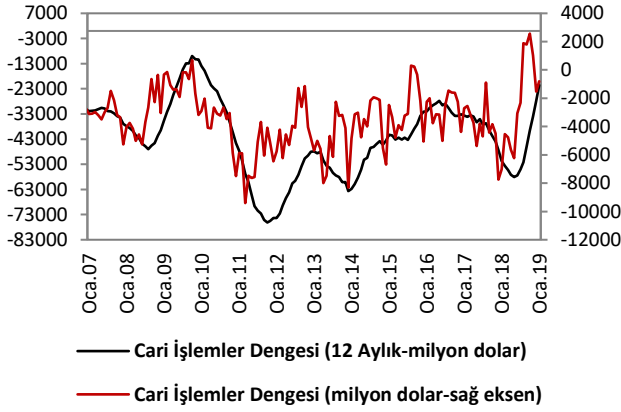
İthalat-İhracat



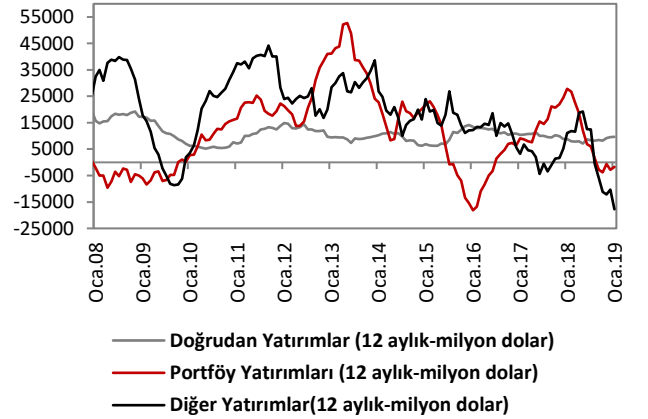
Dış Ticaret Dengesi



Cari İşlemler Dengesi

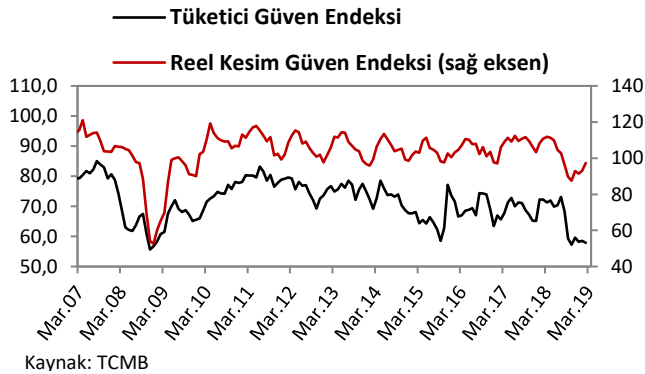


Sermaye ve Finans Hesabı



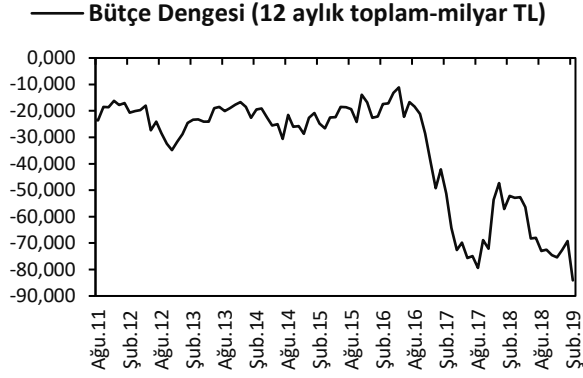
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



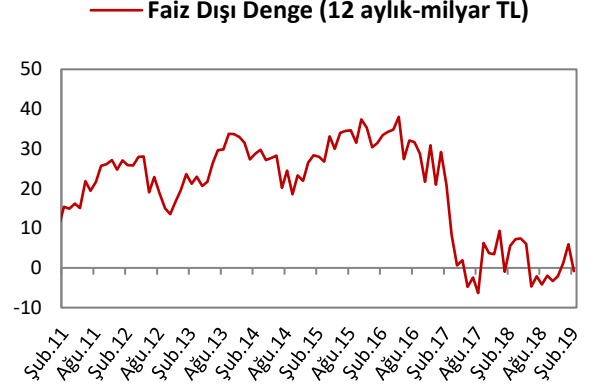
KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

Bütçe Dengesi



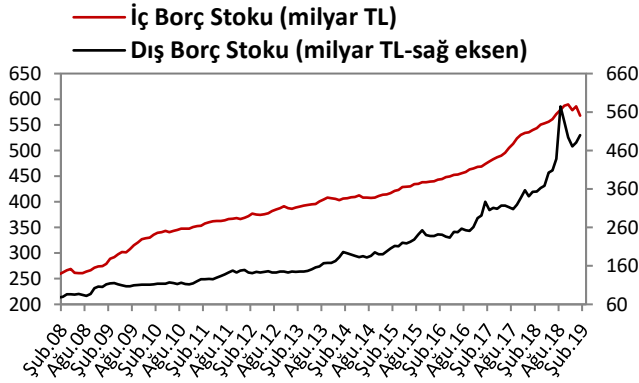
Kaynak: TCMB

Faiz Dışı Denge



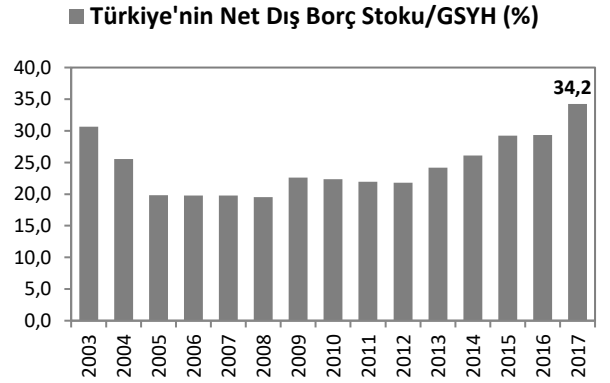
Kaynak:TCMB

İç ve Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

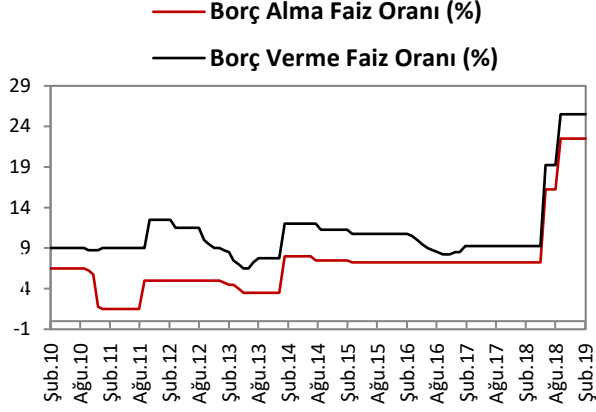
Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TÜİK

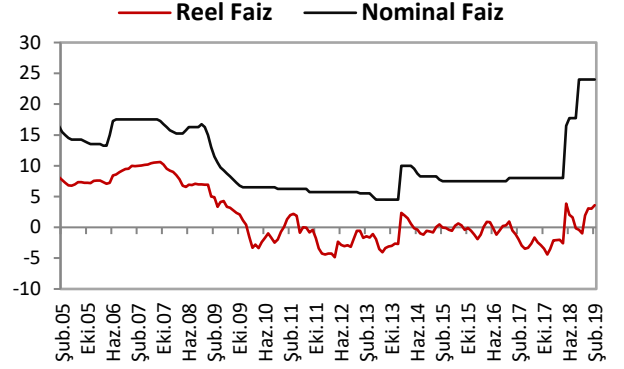
LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

TCMB Faiz Oranı



Kaynak:TCMB

Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB, VakıfBank

Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y-y,%)	Enflasyon (y-y,%)	Cari Denge/GSYH (%)*	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3.10	1.50	-2.30	2.50	131.40
Euro Bölgesi	1.10	1.50	3.50	0.00	-7.20
Almanya	0.60	1.70	8.05	0.00	103.00
Fransa	0.90	1.60	-1.42	0.00	-11.60
İtalya	0.49	1.10	2.80	0.00	112.40
Macaristan	5.10	3.10	3.58	0.90	-10.70
Portekiz	1.70	0.90	0.46	0.00	-9.90
İspanya	2.40	1.10	1.90	0.00	-5.40
Yunanistan	1.60	0.80	-0.82	0.00	-33.30
İngiltere	1.30	1.90	-4.07	0.75	-13.00
Japonya	0.30	0.20	4.01	0.10	41.50
Çin	6.40	1.50	1.37	4.35	123.00
Rusya	1.50	5.20	2.64	14.00	--
Hindistan	5.30	6.60	-1.96	6.00	--
Brezilya	1.07	3.89	-0.48	6.50	114.30
G. Afrika	1.10	4.10	-2.50	6.75	7.00
Türkiye	3.09	19.67	-5.60	24.00	59.48

Kaynak: Bloomberg. *Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2017 yılı verileridir.

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2016	2,608,526	3.2	10.9	1.6	78.1
2017	3,106,537	7.4	10.9	8.7	79.0
Son Yayınlanan	1,010,114 (2018Ç4)	-3.0 (2018Ç4)	13.5 (Aralık)	-7.3 (Ocak)	74.3 (Mart)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ - ÜFE		
2017	11.92	12.30	15.47		
2018	20.30	19.53	33.64		
(2019 Şubat)	19.67	18.12	29.59		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2017	449,632	1,624,675	1,675,831	119,198	84,110
2018	521,524	1,940,590	1,988,305	123,371	71,980
Son Yayınlanan (22.03.2019)	548,277	2,054,964	2,142,671	122,112	71,394
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2017	7.25	9.25	8.00	13.38	
2018	22.50	25.50	24.00	24.38	
Son Yayınlanan (29.03.2019)	22.50	25.50	24.00	26.25	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2017	-47.3	233.8	157.0	-76.8	
2018	-27.8	223.0	168	-55.1	
Son Yayınlanan	-0.81 (Ocak)	15.7 (Şubat)	13.6 (Şubat)	-2.1 (Şubat)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2016	468.6	291.3	219.2		
2017	563.4	341.0	262.2		
Son Yayınlanan	615.2 (Şubat)	511.1 (Şubat)	488.9 (2018Ç3)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2017 (Şubat)	53.7	46.9	-6.8	-1.8	
2018 (Şubat)	62.9	61.0	-1.9	4.8	
2019 (Şubat)	83.7	67.0	-16.7	-2.1	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	Cari Açık/GSYH		
	1.9 (2018 Ç3)	53.4 (2018 Ç3)	5.6 (2018 Ç3)		

	GSYH (yıllık, %)	TÜFE (y-y, %)	Cari Açık (yıllık, milyar \$)	İşsizlik (%)
2019 Beklentilerimiz	2.30	15.90	18.80	12.1

Cem Erođlu	Müdüř	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 80
Fatma Özlem Kanbur	Müdüř Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0216-724 30 83
Naime Dođan Eriř	Uzman	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0216-724 30 82
Bilge Pekçađlayan	Uzman	bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr	0216-724 30 84
Elif Engin	Uzman	elif.engin@vakifbank.com.tr	0216-724 30 85
Sinem Ulusoy Kasap	Uzman	sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr	0216-724 30 86
Pınar Cansu Akargöl	Uzman Yardımcısı	pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr	0216-724 30 87
Seval Çelik	Yetkili Yardımcısı	seval.celik@vakifbank.com.tr	0216-724 30 88

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.