

3

I. İlk okun başlangıçtaki başarısı sırasında yende meydana gelen değer kaybı Japonya'nın ticari mal ihracatını neden arttırmadı?

7

BOJ tarafından uygulamaya konulan daha genişlemeci para politikası 2016'dan bu yana Japon yenini düşürme konusunda neden güç kaybediyor?

10

Japonya'nın emtia ihracatının özeti

11

Japonya Merkez Bankası'nın önemli politika değişikliklerinin özeti (2013 – Eylül 2016)

PANORAMA

KASIM 2016

Abenomi: İlk okun Japonya'nın ihracatı ve yen üzerindeki etkisi çok cılız kaldı. Neden?

COFACE EKONOMİ YAYINLARI

Jackit Wong, Coface Asya Pasifik Ekonomisti



2013 yılının başlarında Abenominin uygulamaya konulmasından bu yana, büyük ölçüde uygulamanın ilk oku, yani Japonya Merkez Bankası'nın (BOJ) Nisan 2013'te başlattığı agresif parasal teşvikler üzerinde odaklanıldı. Piyasalar daima daha genişlemeci para politikası çağrısında bulunur ve genellikle bunları olumlu karşılar. Ancak ilk okun etkileri ticaretle ilgili çok sayıda soru işareti ortaya çıkarmıştır. Bu raporda, aşağıdaki iki kilit soruyu daha ayrıntılı bir şekilde ele almayı amaçlıyoruz.

I. İlk okun başlangıçtaki başarısı sırasında yende meydana gelen değer kaybı Japonya'nın ticari mal ihracatını neden arttırmadı?

Bu sorunun basit açıklamalarından birisi dünyadaki ekonomik büyümenin standartların altında gerçekleşmiş olması ve bunun Japonya'nın ihracatı da dahil olmak üzere küresel emtia ticareti faaliyetlerini baskılaması sebebiyle dış güçleri suçlamak olabilir. Daha yapısal bir sebep ise, Japon ihracatçıların "piyasaya göre fiyatlandırma" davranışidir. Bu yaklaşım ihracat fiyatlarını yurt içi fiyatların döviz eşdeğeri seviyesinde sabit tutmaktadır (yenin seviyesine rağmen).

Dolayısıyla Japonya'nın ihracatına olan talebin canlandırılması sınırlı seviyede kalacaktır. Japon ihracatçıların bu piyasaya göre fiyatlandırma davranışı BOJ tarafından olumlu karşılanmayabilir, ancak büyük ölçüde ihracata dönük olduklarından dolayı, son yıllarda Japon yeninin değer kaybetmesinden bu yana Japon imalatçıların faaliyet karlarının artmasına katkıda bulunmuştur.

Yendeki dalgalanmaların Japon imalatçıların karlılıkları üzerindeki etkisi açısından belirleyici rol oynayan bir başka önemli faktör de ihracatlarındaki fatura para birimlerinin payı olabilir. İhracat ürünü farklılaşması daha düşük derecede olan, dolayısıyla yen cinsinden faturalamanın payının daha az olduğu sektörler, yendeki dalgalanmalara karşı daha hassastır. Dolayısıyla, bu sektör oyuncularını Japon yeninin güçlendiği zamanlarda daha kırılgan hale gelmekte, ancak yenin zayıfladığı dönemlerde karlılık artışı yaşamaktadır. Bu teorik ve ampirik değerlendirmeler bir araya getirildiğinde, tekstil ve kimyasal ürün sektörlerinin yenin güçlendiği dönemlerde daha kırılgan hale geldiği, genel makine sektörünün ise nispeten daha az kırılgan olduğu görülmektedir.

II. BOJ tarafından uygulamaya konulan daha genişlemeci para politikası 2016'dan bu yana Japon yenini düşürme konusunda neden güç kaybediyor?

2016'da piyasadaki çalkantılar karşısında Japon yeninin güvenli liman statüsü Japon yenini ülkenin güçlendirilen genişlemeci para politikasına rağmen nispeten daha güçlü bir düzeyde tuttu. Daha önemlisi, diğer tüm etkenler eşit tutulduğunda, yeni parasal teşvik önlemlerinin marjinal etkilerinin azalması beklenebilir. Son rakamlar Japonya'nın bir kez daha likidite kapanına yakalanabileceğini göstermektedir. Daha alarm verici bir başka husus ise, deflasyon risklerinin ortadan kalktığına dair çok az işaret olmasidir.

Özet olarak, hem para hem de maliye politikası konusunda çok az hareket alanı olan Japonya Hükümetinin üretkenliği desteklemek ve ücretlerde artış sağlamak için cesur deregülasyon adımları atması ve yapısal reformlar gerçekleştirmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, Japonya'nın düşük büyüme ve deflasyon durumu devam edecektir.

DİĞER TÜM GRUP PANORAMALARI İÇİN;

<http://www.coface.com/News-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

KASIM 2016

ABENOMİ: İLK OKUN JAPONYA'NIN İHRACATI VE YEN ÜZERİNDEKİ ETKİSİ ÇOK CILIZ KALDI. NEDEN?

EKONOMİSTİMİZ TARAFINDAN HAZIRLANMIŞTIR.



JACKIT WONG

Ekonomist, Asya Pasifik Bölgesi, Hong Kong

Üç politika okuna (yani (i) agresif parasal canlandırma önlemleri, (ii) mali "esneklik" ve (iii) yapısal reform) dayalı bir ekonomik politika programı olan Abenomi 2013 yılının ilk aylarında Japonya Başbakanı Shinzo Abe tarafından açıklanmış ve uygulamaya konulmuştur. Program, nominal gayrisafı yurt içi hasıla (GSYH) bazında büyümenin neredeyse durduğu son yirmi yıldaki ekonomik durgunluğu telafi etmeyi amaçlamaktadır (Grafik 1). Abenominin performansı ile ilgili bazı analizler daha şimdiden yayınlanmıştır. Bunlardan en son yayınlanan raporlar arasında Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayınlanan ve bazı endişelerin dile

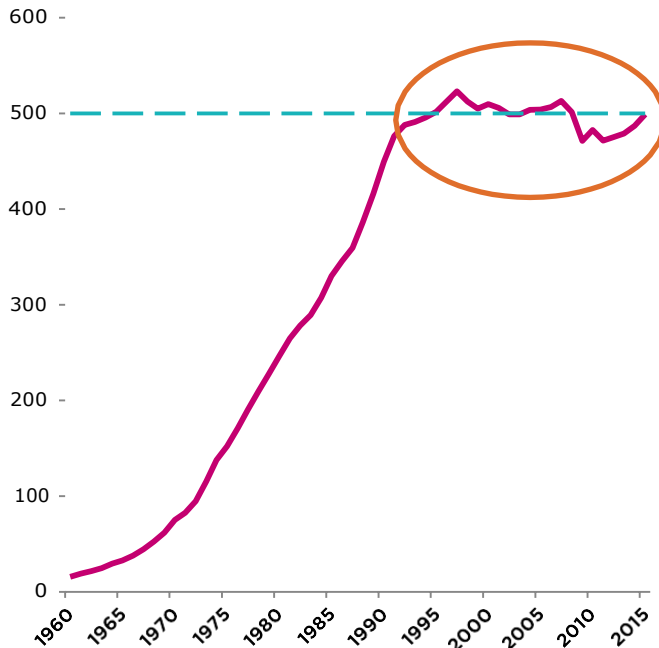
«İlk okun Japonya'nın ihracatı üzerindeki cılız etkisine rağmen, çoğunlukla ihracat odaklı Japon imalatçıların faaliyet karları kısmen piyasaya göre fiyatlandırma davranışlarının da etkisiyle artış kaydetti.»

getirildiği "Abenomi nasıl yeniden yüklenecek?"¹ ile Japonya Hükümeti tarafından yayınlanan ve bugüne kadar kaydedilen ilerlemeyi olumlu bir pencereden aktaran "Abenomi İlerliyor!"² başlıklı raporlar yer alıyor.

Abenominin ilk ve en iyi bilinen oku Japonya Merkez Bankası (BOJ) tarafından Nisan 2016'da uygulamaya konulan agresif parasal canlandırma önlemleri olmuştur. Piyasalar daima daha genişlemeci para politikası çağrısında bulunur ve genellikle bunları olumlu karşılar. Ancak ilk okun etkileri ticaretle ilgili çok sayıda soru işaretini ortaya çıkarmıştır. Bu raporda, aşağıdaki iki kilit soruyu daha ayrıntılı bir şekilde ele almayı amaçlıyoruz:

- I. İlk okun başlangıçtaki başarısı sırasında Japon yeninde meydana gelen değer kaybı Japonya'nın ticari mal ihracatını neden arttırmadı?
- II. BOJ tarafından uygulamaya konulan daha genişlemeci para politikası 2016'dan bu yana Japon yenini düşürme konusunda neden güç kaybediyor? (Kutu 1)

Grafik 1:
Yıllık nominal GSYH (trilyon JPY)



Kaynak: CEIC, Coface (Son güncelleme: 8 Temmuz 2016)

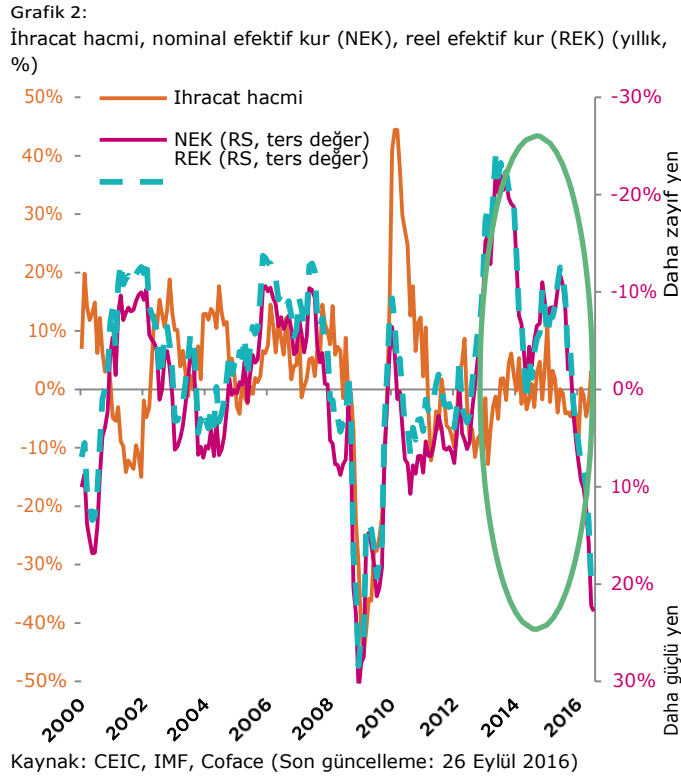
¹ IMF Haber Makalesi, [How to reload Abenomics?](#), 2 Ağustos 2016

² Japonya Hükümeti, [Abenomics is progressing!](#), 15 Eylül 2016

I. İlk okun başlangıçtaki başarısı sırasında Japon yeninde meydana gelen değer kaybı Japonya'nın ticari mal ihracatını neden arttırmadı?

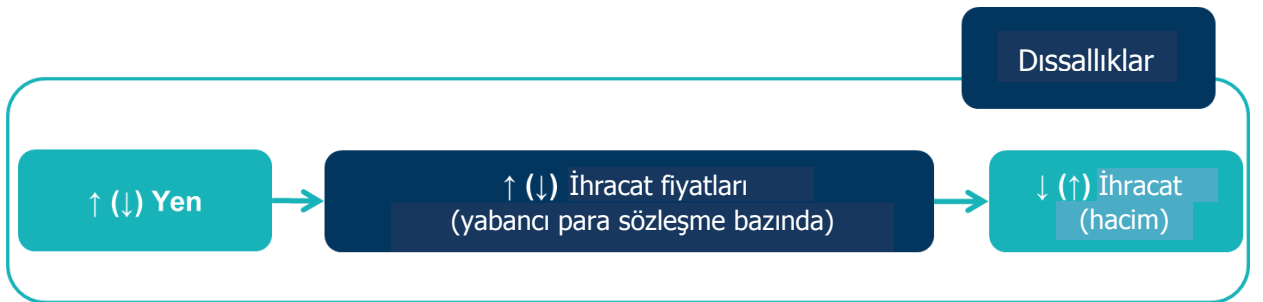
Geleneksel düşünce, agresif parasal canlandırma önlemlerinin ortasında yendeki değer kaybının Japonya'nın ihracatının artırılmasına yardımcı olması gerektiğini söylemektedir. İlk bakışta, Japonya'nın ihracatına ilişkin manşet rakamları bu düşünceyi desteklemektedir. Japonya'nın gerçekleştirdiği ihracatın değeri (yen bazında) 2013 - 2015 arasında yıllık ortalama yüzde 6,7 artış kaydederken, nominal efektif kur (NEK) toplamda yüzde 28,6 düşüş kaydetmiştir (yıllık ortalama bazda yüzde 10,4'lük düşüş). Japonya'da ticari mal ihracatının değeri ile ilgili ayrıntılı bilgiler Kutu 2'de sunulmuştur.

Bununla birlikte, bu genel tablonun sadece bir bölümünü yansıtmaktadır. Japonya'nın ihracat hacmi (ticari mal ihracatındaki reel artışın daha hassas bir göstergesidir) 2013 ile 2015 yılları arasındaki dönemde yıllık ortalama bazda yüzde 0,7 azalma kaydetmiştir. Bu durum, reel efektif kurun aynı dönemde toplamda yüzde 29,07'lik (yıllık ortalama bazda yüzde 10,8) düşüş göstermiş olmasına rağmen gerçekleşmiştir (Grafik 2).



Japonya'nın durgun ticari mal ihracatındaki "anormalliği" iki faktör ile açıklamak mümkündür: (i) dışsal faktörler ve (ii) ihracat fiyatları (Şema 1).

Şema 1: Döviz kuru dalgalanmaları ile ihracat arasındaki ekonomik ilişki



Kaynak: Coface

(i) Dışsal faktörler: Küresel mal ticaretindeki cansız artış

Dünya ekonomisi 2012 yılından bu yana yüzde 3 gibi ortalamanın altında bir oranda büyümektedir. Coface 2016 ve 2017 yılları için çok az iyileşme olacağını tahmin etmektedir. Dünyadaki ekonomik büyümede devam edecek durgunluğun (yüzde 3'ün altında)³ küresel ticaret faaliyetlerini de baskılaması beklenmektedir.

Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) tarafından yayınlanan son rapor⁴ da benzer görüşleri paylaşmaktadır. 2013 - 2015 arasındaki dönemde ticari mal ticaretindeki küresel artış hızı (hacim bazında) yıllık ortalama yüzde 2,6 gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. DTÖ 2016 yılında ticari mal ticaretindeki küresel artış hızının daha da düşerek sadece yüzde 1,7 olarak, 2017 yılı için ise yüzde 1,8 ile yüzde 3,1 arasında gerçekleşmesini beklemektedir.

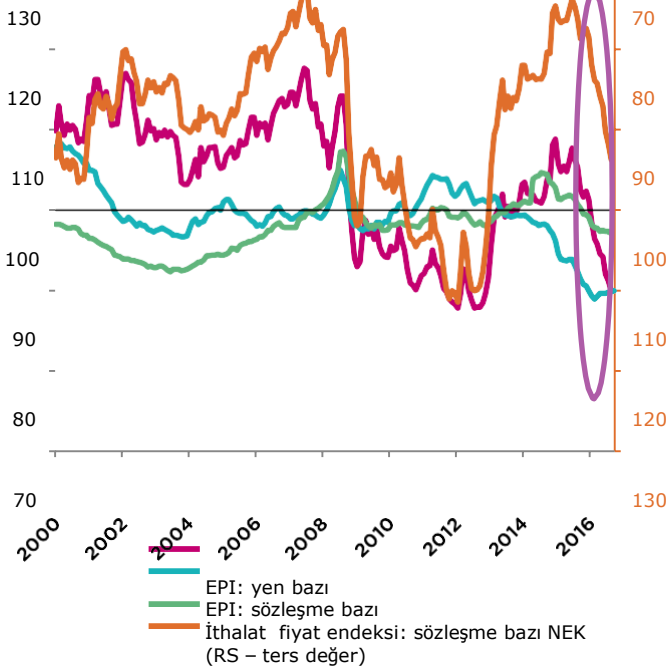
Vasatın altında bir performans ile yüzde 3'den az gerçekleşen bir küresel ekonomik büyüme tablosunda, Abenominin ilk okunun atıldığı 2013 yılından bu yana, dünya emtia ticaretindeki artış oranı son 10 ve 20 yıllık ortalamaların (sırasıyla yüzde 3,4 ve yüzde 4,7) çok gerisinde kalmıştır. **Japon yenindeki agresif değer kaybına rağmen, dünya ekonomisindeki ve emtia ticaretindeki vasatın altındaki performans gibi olumsuz dışsal faktörler Japonya'daki ticaret faaliyetlerini baskılamıştır.**

(ii) Yapışkan ihracat fiyatları (yabancı para cinsinden sözleşme bazında)

Yenin değer kaybının (veya değer kazanmasının) Japonya'nın yabancı para cinsinden yapılan sözleşme bazındaki ihracat fiyatlarında (yurt içi fiyatların yabancı para eşdeğerindeki ihracat fiyatları) bir düşüşe (veya artışa) yol açması halinde, dış pazarlarda Japon mallarına daha fazla (daha az) talep olacaktır. Bir başka deyişle, Japonya'nı ihracatı hacim bakımından artacaktır (azalacaktır). Bununla birlikte, **Japonya'nın döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatları volatil NEK hareketleri ile karşılaştırıldığında daima oldukça yapışkan olmuştur** (Grafik 3).

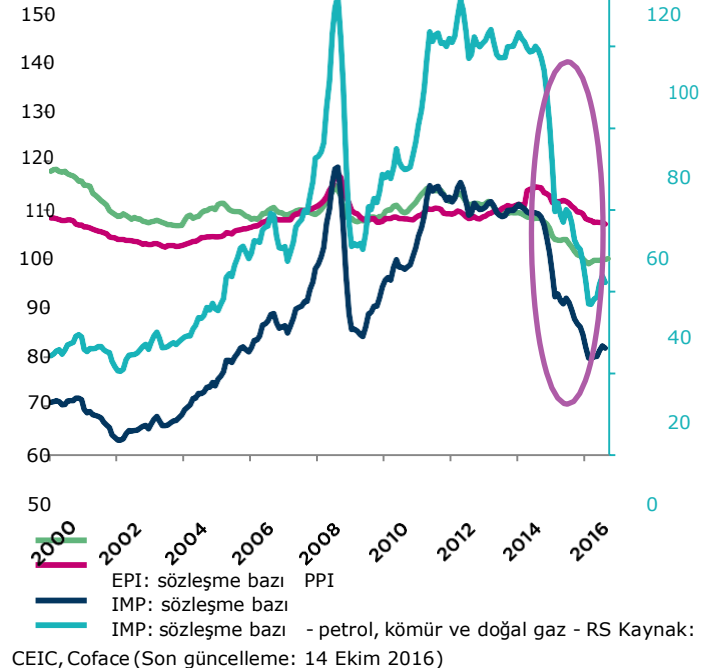
Değnilmesi gereken bir başka ilginç husus da, döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatlarının yende başlayan yükselişe rağmen 2015 ortalarından bu yana aşağı yönlü bir seyir izlemesidir. Bu muhtemelen ithalat fiyatlarından önemli düşüşe bağlıdır. Düşük uluslararası enerji fiyatları sebebiyle özellikle petrol, kömür ve doğal gaz (Grafik 4). Bu durum üreticiler için genel olarak fiyatları ve Japon imalatçıların üretim maliyetlerini aşağıya çekmiştir. Coface uluslararası enerji fiyatlarında ılımlı bir toparlanma öngörmektedir ve bu toparlanmanın önümüzdeki yıl Japonya'nın ithalat fiyatlarını, üretici fiyatlarını ve daha sonra da ihracat fiyatlarını yukarı çekmesi beklenmektedir. Dolayısıyla, döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatlarının hafif bir şekilde artması ve uzun vadede yapışkan kalması beklenmektedir.

Grafik 3: İhracat fiyatları endeksi (EPI): yen bazı, EPI: sözleşme bazı, Üretici Fiyatları Endeksi (TÜFE) ve NEER (2013 = 100)



Kaynak: CEIC, Coface (Son güncelleme: 14 Ekim 2016)

Grafik 4: EPI: sözleşme bazı, TÜFE ve ithalat fiyatları endeksi (İMP): sözleşme bazı ve İMP: petrol, kömür ve doğal gaz (2013 = 100)



CEIC, Coface (Son güncelleme: 14 Ekim 2016)

³ Daha fazla ayrıntı için, bakınız Coface, *Ülke Risk Barometresi 3. Çeyrek, 2016*, 17 Ekim 2016.

⁴ Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, *Dünya Ticareti İstatistiksel İncelemesi, 2016*, 21 Temmuz 2016

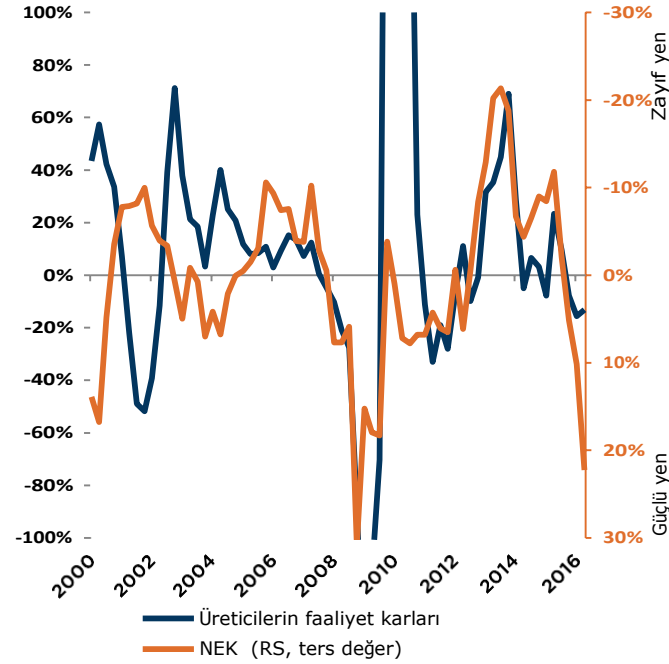
Japon ihracatçıların piyasaya göre fiyatlama davranışı, döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatlarının oldukça yapışkan olmasının temel sebeplerinden birisidir. Yen dalgalandığında, (ister değer kazansın isterse değer kaybetsin), Japon ihracatçıları yurt dışındaki pazar paylarını korumak için döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatlarını nispeten sabit bir düzeyde tutma eğilimi göstermektedirler. Bu uygulama yaygın olarak piyasaya göre fiyatlama davranışı olarak bilinmektedir. Bu davranış Japonya Ekonomik Araştırmalar Merkezi tarafından gerçekleştirilen (2014)⁵ ve Japon yenindeki dalgalanmaların (NEK'in gösterdiği) Japonya'nın döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatları üzerindeki yansımalarının⁶ yüzde 10 kadar düşük olabileceği gerçeğini analiz etmeyi amaçlayan bir çalışma sırasında gözlemlenmiştir. Bu düşük yansımaları Japon yenindeki dalgalanmaların (ister değer kazansın isterse değer kaybetsin) döviz cinsinden yapılan sözleşme bazında ihracat fiyatları üzerinde sadece ılımlı bir etkisi olduğu

anlamına gelmektedir. Yani, BOJ'nin agresif parasal teşvik önlemleri Japonya'nın ihracat hacminin artırılması üzerinde muhtemelen sadece sınırlı bir etkiye sahip olacaktır.

Japon ihracatçıların bu piyasaya göre fiyatlandırma davranışı BOJ tarafından olumlu karşılanmayabilir, ancak büyük ölçüde ihracata dönük olduklarından dolayı, son yıllarda Japon yeninin değer kaybetmesinden bu yana Japon imalatçıların faaliyet karlarının artmasına katkıda bulunmuştur.

Bu piyasaya göre fiyatlama davranışı sebebiyle, Japon imalatçıların faaliyet karlarındaki artış yendeki dalgalanmaları yansıtmaktadır. Dolayısıyla, BOJ'nin agresif parasal teşvik önlemleri Japon imalatçıları sevindirmiş olmalıdır. Bu durum, "yen ne kadar zayıflarsa Japon üreticilerin faaliyet karları da o kadar artar -veya tam tersi-" şeklinde ifade edilebilecek genel piyasa algısı ile de tutarlıdır (Grafik 5).

Grafik 5:
Üreticilerin faaliyet karları ve NEK (yıllık, %)



Kaynak: CEIC, Coface (Son güncelleme: 1 Ekim 2016)

Japon yenindeki dalgalanmaların Japon imalatçıların karlılıkları üzerindeki etkisi açısından belirleyici rol oynayan bir başka önemli faktör de ihracatlarındaki fatura para birimlerinin payı olabilir.

Piyasaya göre fiyatlama davranışında, Japonya'nın ihracatında yen cinsinden düzenlenen faturaların payı ne kadar yüksek olursa, yendeki dalgalanmaların Japon ihracatçıların karlılıkları üzerindeki etkisi o kadar düşük oluyor (ve tam tersi). Son rakamlar (2016 yılının ilk yarısı itibarıyla)⁷ Japonya'nın ticari mal ihracatının yüzde 37,1'inin yen cinsinden faturalandığını göstermektedir. Kalan yüzde 62,9'luk bölüm yabancı para cinsinden faturalanmıştır ve tahmin edilebileceği gibi bunun büyük kısmı ABD\$ cinsindedir.

Japon ihracatçıların faturalama davranışı karmaşık bir araştırma alanıdır. Bazı çalışmalar⁸ fatura para birimleri ile ilgili kararların temel olarak para

birimlerinin volatilitesine ve ihracat ürün farklılaşmasına bağlı olduğunu göstermektedir. Örneğin, Ito, Koibuchi, Sato ve Shimizu (2016) Aralık 2015 itibarıyla Japonya'nın genel makine sektöründeki ihracatının yüzde 59,4'ünün yen cinsinden faturalandığını, genel sanayi sektöründe ise bu oranın sadece yüzde 35,9 olduğunu göstermiştir. Bunun sebebi, genel makine sektörünün diğer tüm sektörler arasında en yüksek ürün farklılaşması derecesini sunmasıdır.

İhracat ürünü farklılaşmasının derecesinin ve yen cinsinden faturalamanın payının en yüksek olduğu (karlılıkları yendeki dalgalanmalara duyarlı) Japon sektörlerinin anlaşılmasına ve makul bir şekilde tespit edilmesine yardımcı olabilir. Diğer tüm etkenler eşit tutulduğunda, ihracat ürünü farklılaşmasının derecesi yükseldikçe, fiyat esnekliği azalır, yerli para cinsinden faturalamanın payı artar ve sektörün yerli kurdaki dal-

⁵ Kaynak: Saito (2014), Değer Kaybı Durumunda İhracat performansı, Japonya Ekonomik Araştırmalar Merkezi, 3 Haziran 2014

⁶ Yansımaları kurdaki dalgalanmanın döviz cinsinden belirlenen ihracat fiyatlarına yansımalarıdır.

⁷ Kaynak: Gümrük ve Tarife Bürosu, Japonya Maliye Bakanlığı

⁸ Kaynak: Oi, Otani, ve Shirota (2003), Uluslararası Ticarete Fatura Para Birimi Tercihi: Yen'in Uluslararasılaşması Üzerindeki Etkileri, BOJ Para ve Ekonomik Etütler Enstitüsü Tartışma Belgesi, 2003 E-13; Ito, Koibuchi, Sato ve Shimizu (2010), Yen neden Asya'da hakim bir fatura para birimi olamadı? Japon İhracatçıların faturalama davranışının şirket düzeyinde bir analizi, NBER Çalışma Belgesi No. 16231, Temmuz 2010; Ito, Koibuchi, Sato ve Shimizu (2016), Japonya'nın Ticaretinde Fatura Para Birimi Tercihi: Sektör ve emtia düzeyinde bir analiz, RIETI Tartışma Belgesi Dizisi 16-E-031, Mart 2010

galanmalara karşı hassasiyeti azalır. Bu durum sektörü daha az kırılğan hale getirir (veya tam tersi).

Japonya'da, ihracat ürünü farklılaşma derecesi daha düşük olan bir sektör olmakla beraber (bu durum yen cinsinden faturalanan ihracatın payının azalmasına yol açar) yendeki dalgalanmalara karşı daha hassastır. Dolayısıyla, bu sektör oyuncuları yen güçlendiğinde

daha kırılğan hale gelirler. Ancak yen zayıfladığında karlılıkları artar. Ürün farklılaşmasının derecesi ve ihracatta yen cinsinden düzenlenen faturaların payı ile ilgili yapılan bir değerlendirmeye dayalı olarak (Tablo 1), tekstil sektörünün yen güçlendiğinde en kırılğan hale gelen sektör olduğu, genel makine sektörünün ise en az kırılğan hale gelen sektör olduğu görülmektedir.

Tablo 1: Yenini değer kazandığı bir ortamda sektörler bazında kırılğanlık düzeyleri; ürün farklılaşmasının derecesine ve ihracatta yen cinsinden düzenlenen faturaların payına dayalı olarak

Sektör	Ürün farklılaşmasının derecesi	İhracatta yen cinsinden düzenlenen faturaların payı	Yenini değer kazanması halinde kırılğanlık
Sıra 1: En düşük, Sıra 6: En yüksek			
Tekstil	1	1	6
Kimyasal ürünler	3	3	4
Metal	2	2	5
Genel makine	6	6	1
Elektrik ve Elektronik	5	5	2
Taşımacılık	4	4	3

Kaynak: BOJ, Ito, Koibuchi, Sato ve Shimizu (2016), Coface değerlendirmeleri

Yenini değer kaybetmesinin sektörler bazında ihracat üzerindeki etkisini değerlendirmenin bir başka amacı da 2013 ile 2015 arasındaki dönemde bir sektörün ihracat artış oranlarının yıllık baza getirilmiş rasyosunu (R olarak ifade edilir) toplam ihracat ile karşılaştırmalı olarak incelemektir. Bir sektör için rasyo ne kadar yüksek olursa, yenini değer kaybetmesinin toplam ihracata göre o sektördeki ihracat artışı üzerindeki etkisi o kadar büyük olur (ve tam teri). Japon yeninin zayıfladığı dönemlerde, 6 sektör arasında en fazla fayda elde eden sektörün kimya sektörü olduğu ve bunu küçük bir farkla tekstil sektörünün takip ettiği görülmektedir. Dolayısıyla, tersinin geçerli olduğu, yani yenini güçlendiği bir durumda, kimya sektörünün en fazla kırılğan hale gelecek sektör olması ve bunu küçük bir farkla tekstil sektörünün takip etmesi beklenmektedir. (Tablo 2).

R rasyosuna dayalı olarak ortaya çıkan sonuç, temel olarak ürün farklılaşmasının derecesi ve yen cinsinden faturalanan ihracatın payı ile uyumludur (metal sektörü dışında). Metal sektörü için geçerli olan bu istisna durumunun temel sebebi metal için küresel talepteki durgunluktur. Bu durum yendeki değer kaybının sektörün ihracat artış oranı üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Sonuç olarak, metal sektörünün tüm sektörler arasında en düşük sırada yer almasına rağmen metal sektörünün Japon yeninin değer kazanmasına karşı en kırılğan sektör olduğu düşüncesini reddediyoruz.

Özet olarak, Japon yeninin güçlendiği dönemlerde, tekstil ve kimyasal ürün sektörlerinin daha kırılğan, genel makine sektörünün ise nispeten daha az kırılğan hale geldiği görülmektedir.

Tablo 2: R rasyosuna dayalı olarak, Japon yeninin değer kazandığı durumlarda sektörler bazında kırılğanlık düzeyleri

Sektör	R rasyosu	Yenini değer kazanması halinde kırılğanlık
Sıra 1: En düşük; Sıra 6: En yüksek		
Tekstil	5	2
Kimyasal ürünler	6	1
Metal	1	6
Genel makine	2	5
Elektrik ve Elektronik	3	4
Taşımacılık	4	3

Kaynak: BOJ, Coface değerlendirmeleri

Kutu 1

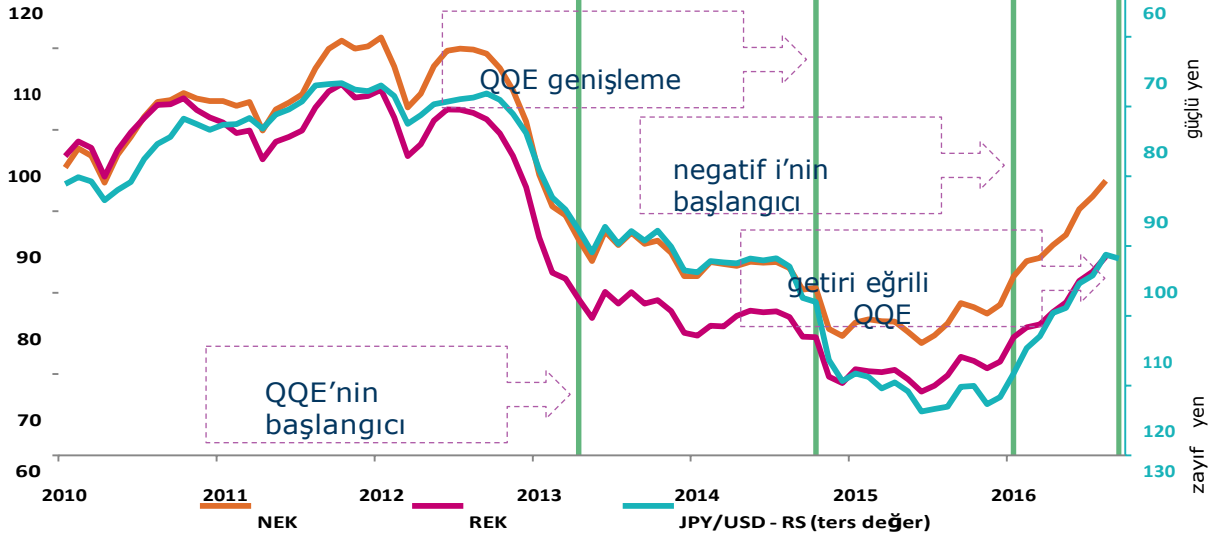
II. BOJ tarafından uygulamaya konulan daha genişlemeci para politikası 2016'dan bu yana Japon yenini düşürme konusunda neden güç kaybediyor?

Abenominin uygulamaya konulduğu 2013 yılından bu yana, Japonya Merkez Bankası (BOJ) para politikasını agresif bir şekilde gevşetiyor. Bu önlemler arasında Nisan 2013'te uygulamaya konulan "Nitel ve Nicel Parasal Genişleme (QQE)", Ocak 2016'da uygulamaya konulan değiştirilmiş "Negatif Faiz Oranlı QQE" ve son olarak Eylül 2016'da duyurulan "Getiri Eğrisi Kontrollü QQE" yer almaktadır (Ek 1⁹).

Teoride, genişlemeci para politikasının uygulandığı bir ortamda para arzındaki bir artış para biriminin değer kaybına yol açacaktır. Bu, nominal efektif kurda (NEK) ve reel efektif kurda (REK) veya ABD doları karşısında bir düşüş ile ölçülebilir. Japon yeni için, bu nedensellik, BOJ tarafından Nisan 2013'te Nitel ve Nicel Parasal Genişleme (QQE) açıklandığında daha belirgin hale gelmiştir, ancak bu yılın başlarından bu yana belirsiz hale gelmeye başlamıştır (Grafik 6).

Grafik 6:

Japon yeni / ABD doları, NEK (2013 = 100), REK (2013 = 100)



Kaynak: CEIC, IMF, Coface (Son güncelleme: 26 Eylül 2016)

Bu kafa karıştırıcı durumun iki temel sebebi mevcuttur:

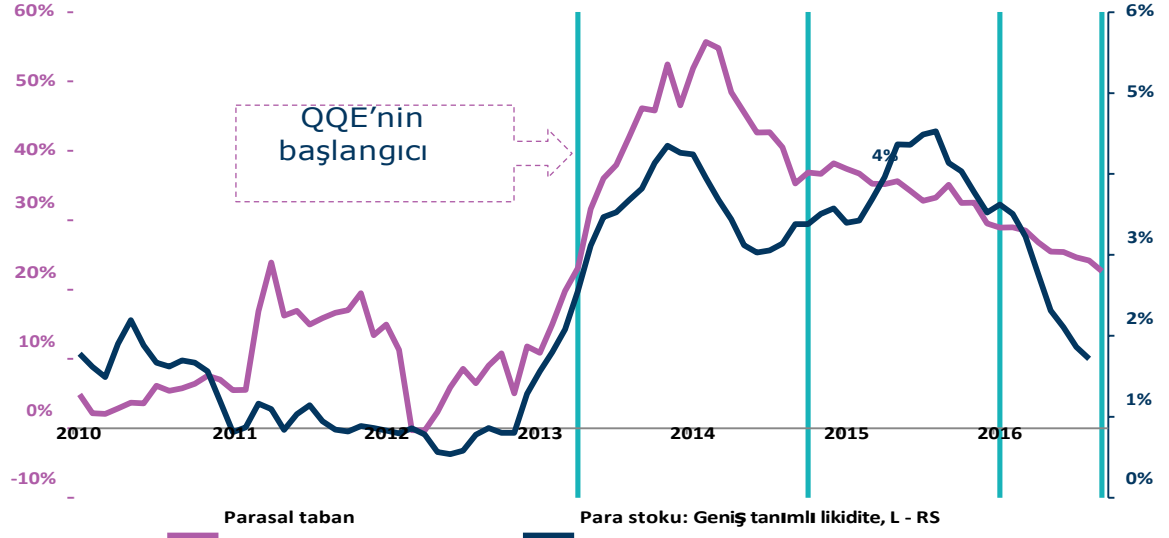
- (i) Yeni parasal canlandırma önlemlerinin azalan marjinal etkileri

Abenomi uygulamaya konulmadan önce, Japonya likidite kapanı içerisindeydi (Keynesçi ekonomide mevcut faiz oranlarının düşük ve tasarruf oranlarının yüksek olduğu, dolayısıyla geleneksel para politikasını etkisiz kılan bir durum olarak açıklanmaktadır). Abenominin ilk oku olan ve parasal tabanda sert bir artış ile birlikte uygulamaya konulan agresif parasal teşvik önlemleri başlangıçta para arzının (geniş anlamda) arttırılması yoluyla belirli bir başarıya ulaşmıştır (para stoku bunun göstergesidir geniş anlamda L10 likiditesi olarak tanımlanmaktadır). Ancak, bu yıl para arzındaki artış önemli ölçüde yavaşlayarak Abenomi öncesi seviyelere inmiştir (Grafik 7). Bu durum Japonya'nın bir kez daha likidite kapanına yakalanabileceğini göstermektedir.

⁹ 2013 ile 20-21 Eylül 2016 tarihlerinde düzenlenen son para politikası toplantısı arasındaki dönemde BOJ tarafından açıklanan önemli politika değişiklikleri Ek-1'de özetlenmektedir.

¹⁰ BOJ tanımına göre, L = M3 + para ortaklıkları + yatırım ortaklıkları + banka tahvilleri + bankalar tarafından ihraç edilen düz tahviller + finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilen ticari senetler + devlet iç borçlanma senetleri + yabancı tahviller. Sektör ve emtia düzeyindeki analizler, RIETI Tartışma Belgeleri Dizisi, 16-E-031, Mart 2010.

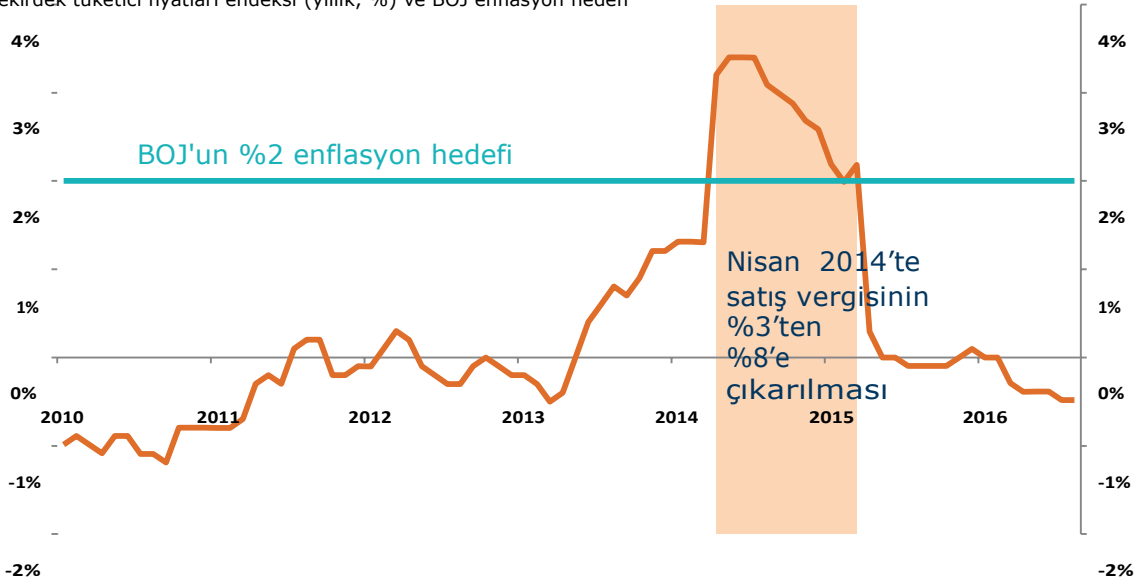
Grafik 7:
Parasal taban ve para stoku: Geniş tanımlı likidite, L (yıllık, %, ortalama)



Kaynak: BOJ, Coface (Son güncelleme: 4 Ekim 2016)

Öte yandan, Japonya'nın çekirdek tüketici fiyatları enflasyonu –BOJ istikrarlı bir şekilde %2'lik hedefi geçmeye çalışmaktadır– benzer özellikleri paylaşmıştır. Çekirdek tüketici fiyatları enflasyonunun BOJ'un hedefinin ötesinde hızlandığı dönem aslında satış vergilerinin yüzde 3'ten yüzde 8'e yükseltilmesi ile Abenominin ikinci okundan kaynaklanmıştır. Politikanın uygulamaya konulmasından kısa bir süre sonra, çekirdek tüketici fiyatları enflasyonu sıfır yatay hattında kalmış, daha sonra istikrarlı bir şekilde 2016 yılında negatif alana inmiştir (Grafik 8). Son rakamlar Ağustos 2016 itibariyle çekirdek enflasyonun yüzde 0,5'te olduğunu göstermektedir (Temmuz'da da yüzde 0,5 idi); böylelikle üst üste altıncı ay negatif alanda kalmıştır. Dolayısıyla, çekirdek enflasyon seviyesi BOJ tarafından daha önce görülmemiş parasal teşvik önlemleri uygulanmadan önceki seviyeye dönmüştür. Bu Japonya'nın deflasyon riskinin sonuçta devam ettiğini göstermektedir.

Grafik 8:
Çekirdek tüketici fiyatları endeksi (yıllık, %) ve BOJ enflasyon hedefi



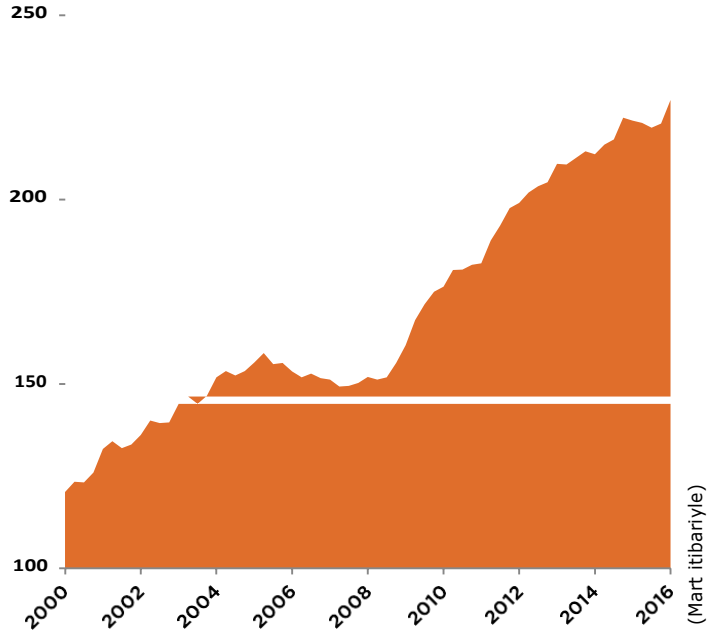
Kaynak: CEIC, BOJ, Coface (Son güncelleme: 3 Ekim 2016)

(ii) Japon yeninin güvenli liman statüsü

Piyasa çalkantılarının yaşandığı dönemlerde (Temmuz 2015'te yenilenen Yunanistan krizi endişeleri, Ocak 2016'da Çin piyasalarında görülene benzer büyük çaplı menkul kıymet satışları ve Haziran ayında Brexit referandumunun beklenmeyen sonucu gibi), Japon yeni ABD doları karşısında değer kazanma eğilimi göstermektedir. Botman, Filho ve Lam (2013)¹¹ tarafından yazılan IMF çalışma belgesine göre, Japon yeninin risk durumunda değer kazanması para politikasının ilerleyişi ile ilgili beklentilerden bağımsızdır.

Özet olarak, para ve maliye politikası bakımından hareket alanının sınırlı olduğu düşünüldüğünde (kamu borcunun GSYH'ya oranı bu yıl yüzde 249,3'e yükselmiştir (grafik 9)¹²), Japon hükümetinin üretimi arttırmak ve ücret artışları sağlamak için cesur deregülasyon adımları atması ve yapısal reformlar uygulaması gerekmektedir. Aksi takdirde, Japonya'nın düşük büyüme ve deflasyon durumu devam edecektir.

Grafik 9:
Japonya'nın kamu borcunun GSYH'ya oranı (%)



Kaynak: BIS, Coface (Son güncelleme: 18 Eylül 2016)

¹¹ Dennis Botman, Irineu de Carvalho Filho, ve W. Raphael Lam (2013), Güvenli Liman Niteliğindeki bir Para Birimi olarak Japon Yeninin Merak Edilen Durumu: Adli bir İnceleme, IMF Çalışma Belgesi, WP/13/228.

¹² Bu tahmin Uluslararası Para Fonu tarafından 13 Nisan 2016 tarihinde yayınlanan Küresel Finansal İstikrar Raporundan (Nisan 2016) alınmıştır.

Box 2

Japonya'nın Emtia İhracatının Özeti

Japonya dünyanın önde gelen emtia ihracatçılarından birisidir (Tablo 3). Yüksek katma değerli malların ihracatı üzerinde odaklanmıştır (Tablo 4) ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere ihracat yapmaktadır (Tablo 5).

Tablo 3: Dünyanın En Fazla emtia ihracatı Yapan ilk 10 Ülkesi, 2015

Sıra	İhracatçı	Değer (milyar ABD\$)	Dünyanın toplam emtia ihracatındaki payı (%)
1	Çin	2.275	%13,8
2	ABD	1.505	%9,1
3	Almanya	1.329	%8,1
4	Japonya	625	%3,8
5	Hollanda	567	%3,4
6	Kore	527	%3,2
7	Hong Kong*	511 (498)	%3,1 (%3,0)
8	Fransa	506	%3,1
9	İngiltere	460	%2,8
10	İtalya	459	%2,8

Kaynak: DTÖ Sekretaryası, Coface *() : Reeksport Değeri

Tablo 4: Japonya'nın emtia ihracatının başlıca emtia grupları bazında dağılımı (yen olarak), 2015

Sıra	Emtia grubu	Değer (milyar JPY)	Dünyanın toplam ticari mal ihracatındaki payı (%)
1	Ulaştırma ekipmanları	18.141	%24,0
2	Genel makine	14.242	%19,1
3	Elektrikli makine	13.289	%17,6
4	Mamul mallar	9.220	%12,2
5	Kimyasal ürünler	7.759	%10,3

Kaynak: CEIC, Coface (Son güncelleme: 24 Ekim 2016)

Tablo 5: Japonya'nın emtia ihracatının başlıca hedef pazarlar bazında dağılımı (yen olarak), 2015

Sıra	Hedef Pazar	Değer (milyar JPY)	Dünyanın toplam ticari mal ihracatındaki payı (%)
1	ABD	15.225	%20,1
2	Çin	13.223	%17,5
3	ASEAN (10)^	11.495	%15,2
4	Avrupa Birliği (28)^	7.985	%10,6
5	Kore	5.327	%7,0
6	Tayvan	4.473	%5,9
7	Hong Kong	4.236	%5,6

Kaynak: CEIC, Coface (Son güncelleme: 24 Ekim 2016) ^: Birden fazla ekonomi

EK 1:

Özet: Japonya Merkez Bankası'nın önemli politika değişiklikleri (2013 – Eylül 2016)

Tarih	Karar	Özet												
21-22 Ocak 2013	"Fiyat İstikrarı Hedefinin" ve "Açık Uçlu Varlık Satın Alma Yönteminin" uygulamaya konulması	<p>.- Tüketici fiyatları endeksindeki (TUFE) yıllık değişim oranı bakımından %2'lik bir fiyat istikrarı hedefi belirlenmiştir.</p> <p>- 36 trilyon YPY'lik net artış ile, 2013 yılında sona eren varlık satın alma programında değişiklik yapılmamıştır.</p> <p>- 2014 yılından itibaren yaklaşık 13 trilyon JPY'lik aylık varlık satın alımı yapılması; ancak "açık uçlu" programın ilave etkisi 2014 yılının sonuna kadar 10 trilyon JPY'lik bir artış olacaktır</p>												
3-4 Nisan 2013	"QQE'nin uygulamaya konulması	<p>- QQE uygulamaya konulmuştur (trilyon JPY)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Toplam</th> <th>JGB</th> <th>ETF</th> <th>JREIT</th> <th>CP</th> <th>CB</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>60 – 70</td> <td>50</td> <td>1</td> <td>0.03</td> <td>2.2</td> <td>3.2</td> </tr> </tbody> </table> <p>JGB: Japon devlet tahvilleri, ortalama vade 7 yıl ETF: Borsada işlem gören fonlar JREIT: Japon gayrimenkul yatırım ortaklıkları CP: Ticari senetler (Ödenmemiş) CB: Şirket tahvilleri (Ödenmemiş)</p> <p>- Varlık satın alma programı sonlandırılmıştır</p>	Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB	60 – 70	50	1	0.03	2.2	3.2
Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB									
60 – 70	50	1	0.03	2.2	3.2									
17-18 Nisan 2014	Banka Kredilendirme Olanaklarının ve Büyüme Destekleyici Fonlama Olanaklarının Teşvik Edilmesine İlişkin Programın Uzatılması ve Geliştirilmesi	<p>- QQE'de değişiklik yok</p> <p>- Mevcut kredi programı genişletilmiştir ve azami tutarın artırılması ve vadenin bir yıl uzatılması yoluyla ilave önlemler uygulamaya konulmuştur</p>												
30-31 Ekim 2014	QQE'nin genişletilmesi	<p>- QQE genişletilmiştir (trilyon JPY)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Toplam</th> <th>JGB</th> <th>ETF</th> <th>JREIT</th> <th>CP</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>80</td> <td>80</td> <td>3</td> <td>0.09</td> <td>2.2</td> </tr> </tbody> </table> <p>JGB: Ortalama vade 7 – 10 yıl ETF: JPX-Nikkei Index 400'ü takip eden ETF'ler satın alma uygun</p>	Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	80	80	3	0.09	2.2		
Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP										
80	80	3	0.09	2.2										
18-19 Kas. 2014	"ETF'lerin ve J-REIT'lerin Satın Alınmasına İlişkin Temel Usul ve Esaslar"da Değişiklik Yapılması	<p>- "ETF'ler: BOJ'nin satın alımlarının kabaca ihraç edilen ETF'nin toplam piyasa değerine orantılı olması amacıyla, üç endeksten (TOPIX, Nikkei 225 ve JPX-Nikkei Index 400) birini takip eden ETF'ler için satın alınacak her bir ETF'nin azami miktarı belirlenmiştir.</p>												
20-21 Oca. 2015	Banka Kredilendirme Olanaklarının ve Büyüme Destekleyici Fonlama Olanaklarının Teşvik Edilmesine İlişkin Programın Uzatılması ve Geliştirilmesi	<p>Mevcut kredi programı genişletilmiştir ve azami tutarın artırılması ve vadenin bir yıl uzatılması yoluyla ilave önlemler uygulamaya konulmuştur</p>												
17 – 18 Ara. 2015	QQE için destekleyici önlemlerin uygulamaya konulması	<p>- QQE'de küçük değişiklikler yapılmıştır (trilyon JPY)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Toplam</th> <th>JGB</th> <th>ETF</th> <th>JREIT</th> <th>CP</th> <th>CB</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>80</td> <td>80</td> <td>3.3</td> <td>0.09</td> <td>2.2</td> <td>3.2</td> </tr> </tbody> </table> <p>JGB: Ortalama vade 7 – 12 yıl ETF: Proaktif olarak fiziksel ve insan sermayesine yatırım yapan şirketler tarafından ihraç edilen hisse senetlerinden oluşan ETF'lerin satın alınmasına yönelik 300 milyar JPY'lik yeni bir program JREIT: Her bir JREIT ihracının azami miktarı: ihraç edilen toplam miktarın %10'u (%5 verine)</p> <p>- Mevcut kredi programı geliştirilmiştir ve sadeleştirilmiş prosedürler ve vadenin bir yıl uzatılması yoluyla başka önlemler uygulamaya konulmuştur.</p>	Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB	80	80	3.3	0.09	2.2	3.2
Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB									
80	80	3.3	0.09	2.2	3.2									

Tarih	Karar	Özet												
28-29 Ocak 2016	Negatif Faiz Oranlı QQE'nin uygulamaya konulması	<ul style="list-style-type: none"> - QQE'de değişiklik yok - Üç katmanlı bir negatif faiz oranı sistemi getirilmiştir <table border="1"> <thead> <tr> <th>Temel denge</th> <th>Makro İlave Denge</th> <th>Politika Oranı Dengesi</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>%0,1</td> <td>%0</td> <td>%-0,1</td> </tr> </tbody> </table>	Temel denge	Makro İlave Denge	Politika Oranı Dengesi	%0,1	%0	%-0,1						
Temel denge	Makro İlave Denge	Politika Oranı Dengesi												
%0,1	%0	%-0,1												
27-28 Nis. 2016	"2016 Kumamoto Depremi'nin etkilediği afet alanlarındaki finansal kuruluşları desteklemek için faaliyet gösteren Fonlara ilişkin Usul ve Esasların" belirlenmesi	<ul style="list-style-type: none"> - QQE'de değişiklik yok - Politika faiz oranlarında değişiklik yok - %0 faiz oranlı 300 milyar JPY'lik yeni bir kredi fonu oluşturulmuştur 												
28-29 Tem. 2016	Parasal genişlemenin geliştirilmesi	<ul style="list-style-type: none"> - QQE'de küçük değişiklikler yapılmıştır (trilyon JPY) <table border="1"> <thead> <tr> <th>Toplam</th> <th>JGB</th> <th>ETF</th> <th>JREIT</th> <th>CP</th> <th>CB</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>80</td> <td>80</td> <td>6</td> <td>0.09</td> <td>2.2</td> <td>3.2</td> </tr> </tbody> </table> <ul style="list-style-type: none"> - Politika faiz oranlarında değişiklik yok - 4 yıllık bir süre için, ABD\$ kredi fonu iki katına, yani 24 milyar ABD\$'na çıkarılmıştır - Finansal kuruluşların sağladığı kredilerin iki katı kadarı %0 faizli makro ilave denge olarak sayılacaktır 	Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB	80	80	6	0.09	2.2	3.2
Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB									
80	80	6	0.09	2.2	3.2									
20-21 Eyl. 2016	Parasal genişlemenin güçlendirilmesine yönelik yeni çerçeve: Getiri eğrisi kontrollü QQE	<p>Yeni çerçeve aşağıdaki iki kilit bileşenden oluşmaktadır:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Getiri eğrisi kontrolü: BOJ hem kısa vade hem de uzun vade faiz oranlarını kontrol edecektir. <ul style="list-style-type: none"> - Kısa vadeli politika faiz oranı, yeni finansal kuruluşların BOJ'a yatırdıkları fazla rezervler için uygulanan faiz oranı değiştirilmemiş, %0,1'de tutulmuştur - Uzun vadeli faiz oranı, yani 10 yıllık Japon devlet tahvillerinin (JGBs) getirisi, aşağı yukarı yüzde 0 düzeyinde kalacaktır. 2. Enflasyon hedefini geçme taahhüdü: BOJ, gözlenen tüketici fiyatları endeksindeki yıllık artış oranı (yani çekirdek TÜFE) %2 hedefini istikrarlı bir şekilde aşınca kadar parasal tabanı arttırmayı taahhüt etmiştir. <ul style="list-style-type: none"> - Halihazırda yüzde 80 olan parasal tabanın nominal GSYH'ya oranının 1 yıldan biraz uzun bir sürede %100'ü aşması beklenmektedir. - QQE'de küçük değişiklikler yapılmıştır (trilyon JPY) <table border="1"> <thead> <tr> <th>Toplam</th> <th>JGB</th> <th>ETF</th> <th>JREIT</th> <th>CP</th> <th>CB</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>80</td> <td>80</td> <td>6</td> <td>0.09</td> <td>2.2</td> <td>3.2</td> </tr> </tbody> </table> <p>JGB: 7 – 12 yıllık ortalama vade için rehberlik kaldırılmıştır ETF: TOPIX ETF'lere yıllık 2,7 trilyon JPY tahsis edilmiştir, ve kalan 3 trilyon JPY TOPIX, Nikkei 225 ve JPX-Nikkei Index 400'ü takip eden ETF'ler arasında dağıtılacaktır</p> <ul style="list-style-type: none"> - Politika faiz oranlarında değişiklik yok 	Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB	80	80	6	0.09	2.2	3.2
Toplam	JGB	ETF	JREIT	CP	CB									
80	80	6	0.09	2.2	3.2									

ÇEKİNCE BEYANI

Bu belge yazıldığı tarihte mevcut bilgilere göre katılımcıların görüş ve düşüncelerini yansıtan, Coface tarafından hazırlanmış bir özettir. Herhangi bir zamanda değiştirilebilir. Bu belgede yer alan bilgi, analiz ve görüşler, tartışılan konulara ilişkin kendi anlayış ve yorumlarımıza dayalı olarak derlenmiştir. Bununla birlikte, Coface hiçbir koşulda, içerdiği verilerin doğruluğunu, tamlığını veya gerçekliğini garanti etmez. Bilgi, analiz ve görüşler sadece bilgi verme amaçlıdır ve okuyucunun başka yerlerde bulabileceği bilgileri destekleyici niteliktedir. Coface'in araçsal bir sorumluluk dışında hiçbir sonuca dayalı sorumluluğu bulunmamaktadır ve bu belgedeki bilgi, analiz ve görüşlerin yorumlanmasından kaynaklı zararlardan herhangi bir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu belge ve içeriğindeki analizler ve görüşler Coface'in mülkiyetindedir. Okuyucu verileri bozmamak ve değiştirmemek kaydıyla, Coface'in adını açıkça belirterek ve yalnızca dahili kullanım için görüntüleyebilir veya çoğaltabilir. Coface'in önceden izni alınmadan kamuya açık veya ticari kullanım için özetlenmesi ve çoğaltılması yasaktır. Yasal uyarılar için Coface web sitesine bakınız.