

# Çin Ekonomisindeki Son Gelişmeler Ne Anlama Geliyor?

NURULLAH GÜR

- Çin borsasında yaşanan çalkantının nedenleri neler?
- Çin Merkez Bankasının devalüasyon manevrasının hedefi ne?
- Yaşanan gelişmelerin küresel ekonomiye yansımaları nasıl olur?

## GİRİŞ

Çin, son 35 yılda ortalamada yüzde 10'a yaklaşan yıllık büyümesiyle dünyanın en hızlı gelişen ekonomisidir. Çin, Mao sonrasında kendisine yeni bir ekonomi hikayesi arayışına girdi. 1978 yılında Çin Komünist Partisi'nin başına geçen Deng Xiaoping ile birlikte Çin ekonomik sistemi adım adım serbestleşmeye başladı. 1980'lerle birlikte doğrudan yabancı yatırımların önü açıldı ve ihracat odaklı büyüme modelinin ilk adımları atılmaya başlandı. 1990'larda finans sistemini derinleştirmek adına Şangay ve Şenzen borsaları kuruldu. 2001 yılında Çin'in Dünya Ticaret Örgütü'ne üye olmasıyla birlikte de dış ticaret sistemi daha liberal bir hal aldı. Bu süreci, sorgusuz ve koşulsuz bir liberalleşme süreci olarak değil, Çin Komünist Partisi'nin denetiminde gerçekleşen kapitalizme geçiş süreci olarak adlandırmak daha doğru olacaktır.

Uygulanan politikalar ve ucuz iş gücü sayesinde Çin, eşine az rastlanır bir hızla ekonomisini büyüterek gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) bazında dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olmuştur. Bu sıra dışı

performans, 2008 yılında patlak veren Küresel Finans Krizi sonrası çok az bir tökezlemeyle devam etti. Bu hızlı yükseliş, Çin'in ABD'den hegemonik gücü ne zaman devralacağına yönelik tartışmaları da beraberinde getirdi. Çin ekonomisine şüpheyle yaklaşan akademisyenler ise bu durumun çok da kolay bir şekilde gerçekleşmeyeceğini ısrarla dillendirdiler. Dünyada adından sıkça söz ettiren Ulusların Düşüşü (*Why Nations Fail?*) kitabının yazarları Daron Acemoğlu ve James Robinson, Çin'in kapsayıcı ekonomik ve siyasi kurumlara dayanmayan yapısından dolayı mevcut koşullarda bu büyüme performansının sürdürülebilir olmadığını öne sürmüşlerdir.<sup>1</sup> Yazarlar, mevcut ekonomik ve siyasi kurumsal yapı ile Çin'in akıbetinin Sovyet Rusya gibi olabileceğini belirtmişlerdir. Dünyaca ünlü siyaset bilimci Joseph Nye ise Amerikan Yüzyılının Sonu Mu? (*Is the American Century Over?*) adlı son kitabında, Çin'in ekonomik büyüklük açısından gelişse de teknolojik sofistikasyon anlamında halen

1. Daron Acemoğlu ve James A. Robinson, *Why Nations Fail?*, (Profile Books, New York, NY: 2012).

## Nurullah GÜR

2006 yılında Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nden mezun oldu. Aynı bölümden 2008 yılında yüksek lisans derecesini aldı. 2008-2012 yılları arasında University of Essex'de yüksek lisans ve doktora çalışmalarını gerçekleştirdi. University of Essex, Kara Harp Okulu ve İstanbul Ticaret Üniversitesi'nde dersler verdi. Gür, halen İstanbul Medipol Üniversitesi Ekonomi ve Finans Bölümü'nde öğretim üyesi olarak çalışmalarına devam etmektedir. Ekonomik gelişme, finans-reel sektör ilişkisi ve uluslararası politik iktisat alanlarında çeşitli uluslararası dergilerde yayınları bulunmaktadır.

ABD'nin çok gerisinde olduğunun ve dolayısıyla ekonomik olarak hegemonik güç bayrağını ABD'den almasının henüz mümkün olmadığına altını çizmiştir.<sup>2</sup>

Bu tartışmanın alevlendiği bir zamanda Çin ekonomisinden gelen kaygı verici gelişmeler, dünyanın gözünü Yunanistan kurtarma paketi ve FED'in (Amerikan Merkez Bankası) faiz kararından Çin'e çevirmesine neden olmuştur. Çin'de ekonomik büyümenin ve ihracatın artış hızında meydana gelen düşüşlerin kafalarda oluşturduğu soru işaretleri henüz kaybolmadan borsalarda yüzde 30 düzeyinde düşüşlerin yaşanması ve Çin Merkez Bankasının (PBOC) para birimi yuanı üç gün art arda devalüe etmesi, piyasaların endişelenmesine neden olmuştur. Yaşanan ekonomik çalkantı, Çin'in başarı hikayesi için önemli sınavlardan birisi olabilir.

Bu perspektifte, Çin ekonomisinde son dönemde meydana gelen gelişmelerin ardında yatan nedenleri tartışacağız. Bununla birlikte bu gelişmelerin küresel ekonomiye yansımalarını masaya yatıracağız.

### ÇİN BORSALARINDAKİ DÜŞÜŞ

Haziran ayından önceki bir yıllık süreçte yüzde 150 oranında yükselen Çin borsaları, son iki ayda yüzde 30'luk bir değer kaybı yaşadı. Hisse senetlerinde yaşanan değer kaybı 3 trilyon doları aşmış durumda. Bu rakam, Fransa borsasının toplam değerine eşittir.<sup>3</sup> Peki, son 15 aylık süreç içerisinde borsalar neden hızla yükseldikten sonra sert bir iniş yaşadı?

Çin'de insanların tasarruf eğiliminin çok yüksek olmasına rağmen, bu tasarrufların çoğu finans sisteminde yatırıma aktarılmak yerine bizdeki tabiriyle yastık altında saklanıyor. Çin hükümeti son yıllarda finans piyasalarını derinleştirmek adına borsalara yatırıma teşvik etti. Bu teşvik hem şirketlerin borsaya kote olmasına hem de vatandaşların hisse senedi almasına yöneldi. Çinli yetkililer, bu süreçte ilk etapta yatırımcıların mevcut paralarının üzerindeki meblağlarla borsada işlem yapabilmelerine olanak sağlayan kredili satışları desteklemişlerdir. Bu sayede kredili işlemlerin

toplam işlemlere oranı yüzde 9'a çıkarak piyasa tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır.<sup>4</sup>

Hükümetin borsaların önünü açan kararlar vermesinin yanı sıra piyasa oyuncularının yatırımlarını konut piyasasından hisse senetlerine aktarması da borsaların hızla yükselmesine neden olmuştur. Yüksek nüfus, kırdan kente yaşanan yüksek göç dalgası, Pekin'in 2008'de olimpiyatlara ev sahipliği yapması ve orta sınıfın gelişmesi, konut arzını ve fiyatlarını 2000'lerin başından bu yana hızla artırmıştır. Küresel Finans Krizi sonrasında ekonomik hayatı canlandırmak adına yapılan köprü, yol ve baraj gibi altyapı yatırımları ve konut inşaatları, emlak balonunun iyiden iyiye şişmesine neden olmuştur. Kasım 2008'de devreye giren 586 milyar dolarlık ekonomiyi canlandırma paketinin önemli bir kısmı altyapı ve konut piyasasındaki inşaatlar için harcanmıştır.<sup>5</sup> Çin'deki yerel hükümetlerin, kendi başlarına vergi koyma veya tahvil çıkarma gibi olanaklara sahip olmamalarından dolayı, yüksek meblağlardaki borçlarını ödemek için arazi satışlarından elde ettikleri gelirlere fazlasıyla bağımlı hale gelmeleri, yeni inşaatları teşvik ederek emlak balonunun şişmesine neden olmuştur. Yapılan projelerin önemli bir kısmı ise boş kalmıştır. Örneğin, kağıt üzerinde dünyanın en büyük alışveriş merkezi olan 'New South China Mall'da dükkanların yüzde 90'ı boş durmaktadır.<sup>6</sup> Kesin rakamlar olmasa da, Çin'de 64 milyon civarında konut fazlası olduğu tahmin ediliyor. Sonuç olarak emlak piyasasında yaşanan gereksiz yatırımlar beraberinde birçok hayalet şehrin oluşmasına neden olmuştur.<sup>7</sup>

Emlak piyasasında yatırım alanları sınırlı kalan yatırımcılar rotayı hisse senetlerine çevirdiler. Zira Şangay ve Şenzen borsalarındaki hızlı yükseliş herkesin iştahını kabartıyordu. Dolayısıyla, emlak piyasasında

2. Joseph S. Nye, *Is American Century Over?*, (Polity Press, Cambridge: 2015).

3. Anna Swanson, "7 Big Questions About China's Astonishing Stock Market Crash and What Happens Next", *The Washington Post*, 8 Temmuz 2015.

4. Ruchir Sharma, "China's Stock Plunge Is Scariest than Greece", *Wall Street Journal*, 7 Temmuz 2015.

5. Jesse Colombo, "China's Bubble Economy or 'The China Bubble'", <http://www.thebubblebubble.com/china-bubble/>

6. Johan Nylander, "Chinese 'Ghost Mall' Back From the Dead", *CNN*, 24 Haziran 2015.

7. "China's Ghost Cities", *SBS*, <http://www.sbs.com.au/news/dateline/story/chinas-ghost-cities>

ki paraların hisse senetlerine kayması borsalarda yaşanan ani yükselişin bir diğer önemli nedenidir.

Peki Çin borsalarındaki yükselişin, yaz aylarıyla birlikte yerini hızlı bir düşüşe bırakmasının altında yatan nedenler nelerdir? Son dönemde sanayi üretimi, ihracat ve ekonomik büyümeyle ilgili olumsuz gelen veriler, yatırımcıların iştahının azalmasına neden oldu. Borsalardaki hızlı yükselişin balon endişesini artırmasıyla birlikte kurumsal yatırımcılar borsalardan çıkmaya başladı. Şu anda Çin borsalarına yatırım yapanların yüzde 80'lik kısmını bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır.<sup>8</sup> Gelişmiş ülke borsalarında yatırım yapanlar ise çoğunlukla kurumsal yatırımcılardır. Bununla birlikte bu insanların ekonomi bilgileriyle ne kadar rasyonel hareket ettiklerine dair ciddi şüpheler var. Örneğin, yapılan bir araştırmaya göre Çinli borsa yatırımcılarının üçte ikisi lise mezunu bile değildir. Bireysel yatırımcı sayısının bu denli yüksek ve eğitim seviyesini bu kadar düşük olduğu bir ortamda ani yükselişler ve inişler yaşanması kaçınılmazdır.

Çin hükümetinin ilk başlarda insanları borsaya yatırım yapmaya yönlendirmek için kredili satışları desteklemesi, sadece yasal piyasalardan borçlanmayı artırmakla kalmadı; gölge bankacılık sisteminde olduğu gibi kayıt dışı borçlanmaları da artırdı. Hükümet bu durumun önüne geçmek için kredili hisse senedi satışlarıyla ilgili düzenlemeleri sıkılaştırdı.<sup>9</sup> Bu gelişmeyle birlikte hisse senetlerine talep düştü ve kredili satışlardan doğan teminat açıklarını hisse senetlerini satarak karşılamaya çalışan yatırımcılar borsanın değer kaybetmesine neden oldu.

Borsalardaki panik havasını gidermek ve hisse senedi satışlarının önüne geçmek için Çin hükümeti bir dizi önlem aldı. Bu politikalardan bazıları şunlardır:<sup>10</sup>

- PBOC art arda faiz indirimlerine gitti.
- Hükümet, hisse senetlerine talebi canlandırmak için 21 aracı şirkete 42 milyar dolar borç verdi.

- Hükümet bu paranın haricinde ekonomiyi canlandırmak adına 40 milyar dolarlık bir paket açıkladı.
- Borsada işlem gören şirketlerin yarısına yakınının hisseleri donduruldu.
- Halka arzlar geçici olarak durduruldu.
- Piyasadaki büyük oyuncuların satış yapması 6 aylığına yasaklandı.
- Yuan devalüe edildi.

## DEVALÜASYON

Çin, son 35 yılda serbest piyasa ekonomisine geçişe yönelik olarak birçok reforma imza atsa da, döviz piyasası için bu durum çok da geçerli değildir. Çin, birçok ülkenin aksine dalgalı döviz kuru sistemi değil, ayarlanabilir sabit döviz kuru sistemi uygulamaktadır. Çin para birimi yuanın değeri, Merkez Bankası tarafından belirli bir kurla diğer para birimlerine karşı eşitleniyor ve gerekli görüldüğü takdirde aşağı veya yukarı yönlü revize ediliyor. Çin, uzun yıllar boyunca ihracatı destekleme adına yuanın değerini reel olarak olabileceğinden daha fazla değersiz tutmuştur. Bu durum başta ABD olmak üzere birçok ülke tarafından ciddi eleştirilerin yükselmesine neden olmuştur.

Çin'de ihracat rakamları 2015'te bir önceki yıla göre aşağı yönlü bir seyir izlemektedir. Açıklanan son verilere göre, ihracat geçtiğimiz yılın aynı ayına göre yüzde 8,3 düşüş göstermiştir. Bu duruma paralel bir şekilde, sanayi üretimiyle ilgili açıklanan veriler beklentilerin uzağında kalmıştır. Yavaşlayan ihracat ve ekonomik büyüme, Çinli yetkileri harekete geçirdi. PBOC, Ağustos ayının ikinci haftasında art arda üç kere yuanın değerini düşürdü.

Bu şaşkırtıcı gelişme piyasalar tarafından iki farklı şekilde yorumlandı. Ekonomik büyümeyle birlikte son yıllarda yükselen ücretler, Çin'in daha önce düşük ücretler sayesinde elde etmiş olduğu avantajların yavaş yavaş kaybolmasına neden olmaktadır. Filipinler ve Tayland gibi ülkelerdeki düşük ücret seviyeleri, Çin'in ihracat performansı için tehdit oluşturmaya başlamıştır. Avrupa Birliği'nde yaşanan ekonomik yavaşlamanın da Çin'in ihracatını sekteye uğrattığı hesaba katıl-

8. Amy Yuan Zhuang, "China: Stock Market in Crisis Mod", 7 Temmuz 2015, <https://nexus.nordea.com/#/article/20890>

9. Tracy Alloway, "China's Gray Market in Margin Lending Is Probably Massive", *Bloomberg*, 9 Temmuz 2015.

10. "China Is Taking 10 Huge Actions to Save Its Stock Market", *CNN*, 8 Temmuz 2015, <http://money.cnn.com/2015/07/08/investing/china-stock-market-government-intervention/>

diğında, PBOC'nin yuanı devalüe etmesinin altında yatan önemli bir nedenin dış ticaret kaynaklı olduğu söylenebilir. İhracatı artırmaya yönelik bu hamlenin diğer ülkelerce de takip edilip yeni bir kur savaşının başlayacağına dair endişeler arttı. Devalüasyon sonrası açıklamada bulunan PBOC baş ekonomisti Ma Jun, Çin'in kur savaşlarına girmesine yönelik olarak niyetinin ve gereksiniminin olmadığını belirtti.<sup>11</sup> Jun ayrıca, ilerleyen dönemde gerekli görülmesi durumunda Merkez Bankasının yuanın değerini hem aşağı hem de yukarı yönlü revize edebileceğinin altını çizdi. Bu ifadeye paralel bir şekilde, bazı ekonomistler Çin'in yuanı devalüe etmesinin altında yatan bir nedenin, küresel sisteme daha fazla entegre olmak adına piyasa odaklı bir kur rejimine geçişe doğru ilerlemenin işaretleri olduğu değerlendirmesinde bulunmaktadır. Özellikle Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) bu hamleyle ilgili memnuniyet duyduklarına dair açıklama geldi.<sup>12</sup> PBOC'nin bu hamlesiyle hem rekabetçi döviz kuru hem de daha piyasa odaklı bir kur rejimine geçiş hedeflediğini söylemek mümkündür.

## GELİŞMELERİN ÇİN REEL EKONOMİSİNE VE KÜRESEL EKONOMİYE YANSIMALARI

Borsalarda yaşanan hızlı düşüşün ekonomiye arz ve talep kanalından kuvvetli bir şekilde etki etmesi düşük bir olasılıktır. Çin'de borsalar yeni gelişen bir piyasadır. Dolayısıyla, şirketlerin çoğu dış finansman ihtiyaçlarını bankacılık sektöründen sağladıkları için ekonomik aktivite ile hisse senedi fiyatları arasında çok yüksek bir ilişki bulunmamaktadır. Örneğin, son birkaç yılda borsalar yükselirken ekonomik büyümenin hızı yavaşlamaktadır. Dolayısıyla borsalardaki düşüşün şirketlerin dış finansman olanaklarını sınırlandırarak üretimde daralmaya neden olması düşük bir ihtimaldir. Bununla birlikte Çin genelinde hisse senetlerine yapılan yatırımlar yatırımcıların portföyünün küçük bir kısmına

tekabül etmektedir. Kesin bir rakam söylenememekle birlikte, Çin'de borsalara yatırım yapanların oranının yüzde 15 civarında olduğu tahmin ediliyor.<sup>13</sup> Bunun yanında, Çin halkının ortalama olarak toplam varlıklarının sadece yüzde 10'unu borsada değerlendirdikleri düşünülüyor. Bu rakamlar gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında çok düşük kalmaktadır. Örneğin, ABD'de vatandaşların yarısından fazlası borsalara yatırım yapmaktadır. Bu rakamlar göz önünde bulundurulduğunda, borsadaki kayıpların servetleri eriterek tüketimi dizginleyeceğine dair bir genel bir çıkarım yapmak zordur. Sonuç olarak, borsadaki sarsıntının arz ve talep kanalından ekonomik büyümeyi ciddi oranda etkilemesi beklenmemektedir. Çin için yapılan bir araştırma da bunu destekler niteliktedir. Bu çalışmanın sonuçlarında, hisse senedi fiyatlarındaki yüzde 30'luk değer kaybının büyüme oranını sadece yüzde 1,14 düşürdüğü görülmektedir.<sup>14</sup>

Ancak, borsa ve döviz kurundan gelen sinyaller, Çin ile ilgili genel algıyı olumsuz etkileyerek beklentiler kanalıyla ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olabilir. Zira ekonomiyle ilgili beklentilerdeki bozulma, psikolojik olarak yatırım ve tüketim harcamalarını dizginleyebilir. Yaşanan bu sarsıntı, göreve geldiği günden bu yana ihracat odaklı ekonomik modelden tüketim odaklı ekonomik modele geçiş sağlamaya çalışan Çin Devlet Başkanı Xi Jinping'in politikalarının da sorgulanmasına da neden olabilir.

Yaşanan bu gelişmelerle birlikte Çin'in kısa ve orta dönemde resesyona girmesini beklemek çok gerçekçi bir yaklaşım değildir. Ancak, günümüz koşullarında Çin büyüklüğünde bir ülkenin yüzde 6'ların aşağısında bir büyüme performansı göstermesi sıkıntılı bir durum oluşturabilir. Dolayısıyla resesyona, Çin ekonomisiyle ilgili olası bir durum olmasa da yavaş ekonomik büyümenin etkileri ve AB ekonomisinin henüz toparlanamaması da hesaba katıldığında, küresel ekonomi için sıkıntıya neden olabilir.

11. "China Yuan to Move Both Ways, More 'Adjustments' Unlikely: Central Bank Economist", *Reuters*, 16 Ağustos 2015, <http://www.reuters.com/article/2015/08/16/us-china-economy-yuan-idUSKCN0QL0BQ20150816>

12. "IMF Başkanı Lagarde, Çin Devalüasyonunu Değerlendirdi", *Habertürk*, 17 Ağustos 2015, <http://www.haberturk.com/ekonomi/doviz/haber/1116710-imf-baskani-lagarde-cin-devaluasyonunu-degerlendirdi>

13. "China's Stock Market Crash: A Red Flag", *The Economist*, 7 Temmuz 2015.

14. Sean Miner ve Jan Zilinsky, "Equities Series Part 3: Effect of the Stock Market Correction on China's Economy", *Peterson Institute for International Economics*, 12 Temmuz 2015, <http://blogs.piie.com/china/?p=4400>

Çin'de yaşanan son ekonomik gelişmelerin FED'in faiz kararını etkileyeceğine dair bir algı oluştu. Yaşanan gelişmelerden önce FED'in Eylül ayında faiz artıracığına dair ciddi bir bekleyiş söz konusu idi. Ancak Çin yuanı devalüe ederken, FED'in faizleri artırması halinde iyice değer kazanacak olan dolar ABD'nin ihracat performansı üzerinde ciddi bir baskı unsuru olacaktır. Dolayısıyla FED'in piyasaların Çin'deki gelişmelere nasıl tepki vereceğini izleyerek faiz kararını ona göre yıl sonuna doğru vermesi ihtimali güçlenmiş durumda. Eğer FED bu tür bir değerlendirme yapmadan faizleri artırma kararı verirse Yunanistan ve Çin ile ilgili endişelerle küresel ekonomi daha ciddi bir sarsıntı geçirebilir.

Önümüzdeki Kasım ayında Türkiye'nin ev sahipliğinde Antalya'da düzenlenecek olan G-20 liderler toplantısında FED faiz kararı ve Çin ekonomisinin durumunun küresel ekonomiye olası etkileri enine boyuna tartışılarak ülkeler arasında koordineli bir şekilde yürütülecek ekonomik politikaların önü açılmalıdır. ABD'nin taviz vermek istememesi, Çin'in kapalı tutumu ve Rusya ile Batı arasında yaşanan gerginlik bu tip bir ortak hareketi zorlaştırmaktadır. Ancak, Küresel Finans Krizi'nin kara bulutlarının henüz dağılmamış olması dünya liderlerinin sorumlu bir şekilde ortak hareket etmeleri gerekliliğini her geçen gün artırmaktadır.



SIYASET, EKONOMİ VE TOPLUM ARAŞTIRMALARI VAKFI  
FOUNDATION FOR POLITICAL, ECONOMIC AND SOCIAL RESEARCH  
مركز الدراسات السياسية والاقتصادية والاجتماعية

www.setav.org | info@setav.org | @setavakfi

#### SETA | Ankara

Nenehatun Caddesi No: 66 GOP Çankaya  
06700 Ankara TÜRKİYE  
Tel: +90 312.551 21 00 | Faks: +90 312.551 21 90

#### SETA | İstanbul

Deftardar Mh. Savaklar Cd. Ayvansaray Kavşağı  
No: 41-43 Eyüp İstanbul TÜRKİYE  
Tel: +90 212 315 11 00 | Faks: +90 212 315 11 11

#### SETA | Washington D.C.

1025 Connecticut Avenue, N.W., Suite  
1106 Washington, D.C., 20036 USA  
Tel: 202-223-9885 | Faks: 202-223-6099

#### SETA | Kahire

21 Fahmi Street Bab al Luq Abdeen  
Flat No 19 Kahire MISIR  
Tel: 00202 279 56866 | 00202 279 56985