

Çin, ABD tahvillerine sırtını dönebilir mi?

Okan ERTEM, FRM

okan.ertem@akyatirim.com.tr

Çin yetkililerinden gelen açıklamalar dün piyasaların gündemine oturdu. ABD borçlanma senetlerinin önemli bir alıcısı olan Çin (%7) 2018 yılında ABD tahvillerinde yeni alım yapmayı düşünmediğini belirtti. Ancak bugün Çin döviz rezervleri yönetiminden sorumlu SAFE kuruluşu bu açıklamaları yalanladı. Olan ABD faizlerine oldu. 10 yıl vadeli ABD faizleri gün içerisinde %2,58'e yükselirken, bugün yeniden %2,54 civarında işlem görüyor.

Peki Çin alımları olmayacağı nedeniyle mi ABD 10 yıllık tahvilinin faiz oranları yükseliyor? **Yoksa piyasadan çekilen Fed'in etkisi (bilanço küçültmesi) ve vergi reformunun getireceği bütçe açıklarının etkisi daha büyük olabilir mi?**

Öncelikle ABD toplam borcu ve borç veren ülkelere bakalım. 2017 yılında ABD'nin borcu 357 milyar dolar artarken, Çin ABD'ye 138 milyar dolar borç vermiş. Çin'in tahvil alımları yolu ile verdiği toplam borcun ABD borç stoğu içerisindeki oranı %7 civarına ulaşmış durumda. Aşağıdaki tablolara bakıldığında Çin'in de içerisinde bulunduğu global merkez bankalarının yatırım yaptıkları tahvil miktarı toplamın arzın %39'unu oluştururken, Fed tek başına ABD Hükümeti tahvillerinin %15'ini taşır durumda. Diğer bir deyişle 2008 krizinden çıkış sürecinde ABD Hükümet'inin ana destekçisi olan ABD Merkez Bankası (Fed)'nin 2,4 trilyon dolara ulaşan ABD tahvil portföyü oluşmuş durumda...

Milyar dolar	01/2017	01/2018	Pay	Senelik Değişim	Senelik Değişim %
ABD kamu borcu 2017	15873,8	16230,7	100%	357	2,2
Çin Merkez Bankası tarafından verilen borç	1051	1189	7%	138	13,1

Kreditörler (ABD'ye borç verenler)	01/2017	01/2018	Pay	Değişim	%
Yabancı Merkez Bankaları	5953	6349	39%	396,4	6,7
Fed	2464	2453	15%	-11,1	-0,5
Diğer (Hanehalkları, Yatırım ve Emeklilik Fonları vb)	7330	7442	46%	111,9	1,5

Yabancı Merkez Bankaları (İlk 10)	01/2017	01/2018	Pay	Değişim	%
Çin	1051	1189	19%	138,1	13,1
Japonya	1103	1094	17%	-8,6	-0,8
İrlanda	294	312	5%	18,7	6,4
Brezilya	258	270	4%	12,3	4,8

Cayman Adaları	257	270	4%	13	5,1
İsviçre	224	254	4%	30	13,4
İngiltere	214	226	4%	11,8	5,5
Lüksemburg	219	218	3%	-1	-0,5
Hong Kong	189	192	3%	2,9	1,5
Tayvan	184	182	3%	-1,9	-1

2018 yılı ABD borçlanma ve bütçe açığı takvimini çıkardığımızda ise Çin'in buzdüğının yalnızca görünen yüzü olduğunu farkediyoruz. 2018 yılında geçen senenin iki katına yakın borçlanma yapması (869 milyar dolar) ABD Hükümeti, vergi reformunun getirdiği ilave 111 milyar dolarlık bütçe açığını da yükleniyor. Bu rakama Fed'in bilanço küçültmesi kapsamında portföyünde yer alan ABD Hükümet tahvillerinden vadesi gelen 250 milyar dolarlık bir mebla ile yeniden Hükümete borç vermeyeceği (ikincil piyasa) varsayıldığında, Çin'in geçtiğimiz sene aldığı 138 milyar dolarlık tahvili bu sene almamasının çok önemi kalmıyor. ABD emeklilik fonlarının hukuki düzenlemeler nedeniyle uzun vadeli ABD tahvili alma zorunluluğu ise ABD Hükümeti'ne ancak 110 milyar dolarlık ek kaynak sağlayabiliyor. **Buzduğının tamamı 1,3 trilyon dolar büyüklüğünde...**

2018 Yılı ABD tahvil arz fazlası tahmini hesaplaması (Milyar dolar)	
ABD 2018 net borçlanma tahmini	869
2018 yılı Fed'in geri almayacağı tahvil miktarı	250
Bütçe açığı artışı *	111
Çin alımı durdurma açıklaması	138
Emeklilik fonları vade uzatma nedeniyle alım	-110
Toplam arz fazlası	1258

*2017 yılında 666 milyar dolar olan ABD bütçe açığının vergi reformunun yürürlüğe girmesi ile birlikte 2020 yılında 1 trilyon dolara ulaşması bekleniyor. Yıllık ortalama 111 milyar dolarlık bir artış hesaplıyoruz.

Çin ABD tahvillerinden parayı çekip nereye yatıracak?

Akıllara takılan diğeri bir soru da Çin'in döviz rezervlerini hangi piyasaya yatıracacağı. Son verilere göre Çin'in 3,13 trilyon dolar döviz rezervi bulunuyor. Çin rezervlerin para birimleri ve enstrümana göre dağılımını yayınlamasa da analizler rezervlerin yaklaşık %67'sinin, yani 2,09 trilyon doların ABD tahvillerinde tutulduğunu gösteriyor. Bu miktarın yıllar içerisinde eritilerek başka piyasalara ve para birimlerine kaydırılması için en yakın alternatif bono piyasaları.

[Bank for International Settlements verilerine bakıldığında](#) ABD'den sonra en yüksek bono ihracına sahip (kamu+özel) ülkeler aşağıdaki tabloda yer alıyor. Çin'in 2 trilyon dolarlık ABD tahvil portföyünü bu ülkelere kaydırması matematiksel olarak mümkün görünse de pratikte çok kolay değil. Bunun en önemli nedeni 2008 krizinden bu yana global bono piyasalarını tabiri caizse paraya boğmuş olan Merkez Bankaları. 2017 verilerine göre Euro bölgesi tahvil ihraçlarının %21'i ECB'nin portföyünde bulunuyor. ECB Avrupa bölgesi şirket tahvillerinin de %5,1'ini almış durumda. Japon Hükümet tahvillerinin %44'ü ise Japonya Merkez Bankası tarafından tutuluyor. Şirket tahvil piyasası için ise bu rakam %13,5. İngiltere'de ise Hükümet tahvil piyasasının %21'i BOE'nin kontrolü altında¹. Global bono-tahvil piyasalarında likiditenin Merkez Bankaları tarafından çekildiği bu ortamda Çin Merkez Bankası'nın hareket alanı kısıtlı görünüyor.

Tahvil piyasası (Milyar dolar)	Toplam	Kamu	Özel Sektör
ABD	38504	17082	21422
Japonya	12580	9425	3155
İngiltere	5694	2612	3082
Fransa	4390	2172	2218
Almanya	3533	1841	1692
İtalya	3157	2192	965

Hisse senedi piyasaları Çin rezervleri için alternatif olabilir mi?

Çin Merkez Bankası, diğer MB'larında olduğu gibi, konservatif ve tahvil ağırlıklı portföy stratejisini takip ediyor. Hisse senedi ve benzeri yatırımlar Çin varlık fonu CIC tarafında daha agresif bir bakış açısıyla portföylerde tutuluyor. Çin Merkez Bankası'nın 2 trilyon dolar civarındaki ABD tahvil portföyünü hisse senedi piyasalarına aktarması, Merkez Bankaları rezerv yönetim stratejisi dışına çıkabilir. Böyle bir durum CIC'in Merkez Bankası konumunu alması anlamına gelir ki, pratik olarak mümkün değil...

¹ <https://www.zerohedge.com/news/2017-09-05/what-share-bond-markets-do-central-banks-own-deutsche-bank-answers>