



Yeni Ay

Ağustos 2018

#10

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

Vaziyetler

10 yıl önce bugün, *Financial Times* gazetesinin 24. sayfasında bir haber "ABD ekonomisi ile ilgili yeni endişeler volatilité yaratıyor" başlığıyla yayınlandı. Haberin görseli olarak kullanılan grafiklerin birinde TL'nin ABD Doları karşısındaki değeri, diğerinde ise altın fiyatları çizilmişti. Henüz dünya ekonomisinde karşı karşıya kaldığımız sorunun tam boyutunu bilmiyorduk. Ama bu haberdan sadece iki hafta sonra uyarı zilleri-davulları (ve benzeri her türlü vurmali ve nefesli çalgı) daha kuvvetli çalmaya başlayacaktı ve biz de kâh bu sestem korkup kâh onu parti müziği sanarak yolumuza devam etmeyi öğrenecektik...

Krizin boyutunu başta tam hissetmediğimiz doğrudur. Zamanla fark ettik... Anlama çabası içerisinde ilk konuşmalar hep aynı sözcüklere yoğunlaştı: borç, konut balonu, kaldıraç, egzotik finansal araçlar... Sonra, bu açıklamaların da yetersiz kaldığını anladık...ama yeterli açıklamaya belki de hâlâ ulaşamadık.

Yeni Ay'ın 10. sayısında bu konuya daha yakından bakmak istedim. Borcun tetiklediğini söylediğimiz bir krizin 10. yılında küresel ekonomide borçluluk durumu nedir? Krizi anlama sürecinin neresindeyiz? Vaziyetler bizim o dönem düşündüğümüz gibi mi gelişti yoksa biz mi vaziyete uyduk? Bakacağız...

~ 2 Ağustos, İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Faiz Kararı

Yaşlı Hanımefendi faiz artışıyla geliyor. Biz ise rakamdan çok açıklama sonrası gelecek Araştırma Raporları'nı bekliyoruz.

~ 3 Ağustos, Temmuz ayı TÜFE ve ÜFE

Enflasyon konusunda piyasa genel olarak orta vadeli bir fiyatlamaya yaptı. Aylık gerçekleştirmeler bu fiyatlamayı aşağı yönlü değiştirme kuvvetine sahip olmasa da çok yakından takip edileceği kesin.

~ 3 Ağustos, ABD Tarım Dışı İstihdam

195 bin olarak başlayan beklentilerin 190 bine gerilediğini gördük. Aşağı yönlü bu beklenti revizyonu gerçekleşmeye dair piyasa merakını da arttırdı elbet. Bekliyoruz.

~ 21-24 Ağustos, Kurban Bayramı

İyi bayramlar!

~ 30 Ağustos, Zafer Bayramı

Kutlu olsun!

Yeni Ay

Ağustos 2018



Yakın Takip: Enflasyon ve Enflasyon Raporu

Enflasyon Hedeflemesi rejimi içerisinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu'nun (ER) üçüncüsü, 31 Temmuz'da Ankara'da açıklandı. Yine kapsamlı bir çalışma olduğu su götürmez. Bir iktisatçı olarak bu çalışmayı çok önemsiyorum. Bu tarz raporların, hemfikir olup olmama ekseninde tartışıldığı tartışmaların, illa ki yararlı sonuçlar doğuracağına dair inancım tam. Öte yandan mesleki olarak rapordaki araştırma sonuçlarının takipçisi olmak ya da benzer araştırmalar yaparak sonuçları iletirmek de apayrı bir zevk...

Velhasıl, takipteyiz...ve illa ki yakından...

Yeni Ay'ın bu sayısını Enflasyon Raporu'nun ertesi günü yayınladığım için, sizin ER ile ilgili pek çok konuyu, özellikle de değiştirilen tahminler kısmını okumuş olduğunuza eminim. O nedenle popüler bölümleri geçip TCMB'nin de "yakından incelenmesi" telkininde bulunduğu "riskler" (Bölüm 7.3, syf: 89) kısmına daha yakından bakmak istiyorum.

Para politikasını, hareketli hedefe ok atmaya benzetebiliriz. Okunuz hedefe varana kadar geçen süre içinde hem hedefin hem de okun hareketini tahmin etmek zorundasınızdır. Kontrol ufku tam da bu nedenle bir vade ile gelir. İşin "veriye bağımlı" doğası, her iki yönde değişime açık olmayı gerektirirken takip edilecek temel riskleri belirlemek de önemlidir.

İşte TCMB de bu ER'de, yakından takip edeceği yedi temel risk faktörünü ve bağlantılı göstergeleri paylaşıyor. Aşağıdaki tabloda ben de bu faktörleri özetlemeye çalıştım. Riskleri değerlendirirken TCMB bir noktaya daha işaret ediyor ve baz senaryoya kıyasla riskleri değerlendirip enflasyon üzerindeki olası etkilerini tahmin ediyor.

Enflasyon Üzerindeki Risk Alanları	Risk Faktörlerinin Etkisi ve Adedi		
	↑ Yönlü	↓ Yönlü	
Para ve maliye politikasının eşgüdümüne dair riskler	4	-	7 ana risk başlığı altındaki 20 faktörü çalışan TCMB'nin değerlendirmesi ilginç: -15'inin etkisi "olası" yukarı yönlü
Fiyatlama davranışı ve beklenti oluşumunda bozulma	2	-	
Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflaması	3	-	
Finansal piyasalarda yurtiçi kaynaklı oynaklıkların sürmesi	1	-	-4'ünün etkisi "olası" aşağı yönlü
Banka kredilerinde arz yönlü sıkışmanın belirginleşmesi	-	2	-1 yatay
Küresel ölçekte korumacı ticaret politikalarının iktisadi faaliyet, ticaret hacmi ve fiyatlar üzerinde olumsuz etkiye bulunması	2	1	TCMB'nin eline sağlık, güzel ve anlamlı bir değerlendirme. Rakamlar konuşmuş, bize de dinlemek düşer...
Ham petrol ithalat fiyatlarının yükselmesi	2	1	
Gıda fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi	1	-	
TOPLAM	15	4	

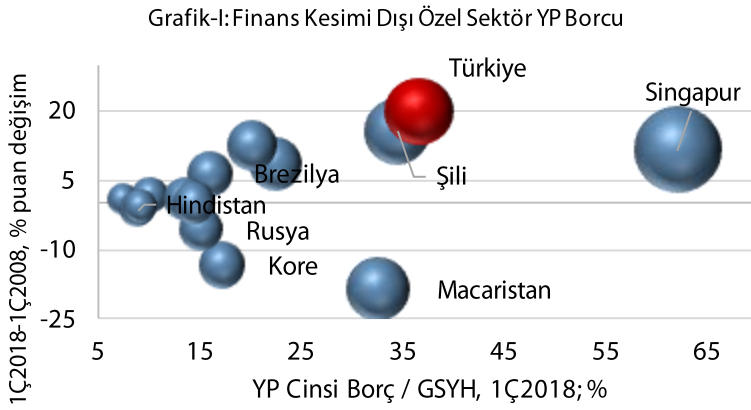
Kaynak: TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Yeni Ay Ağustos 2018



Vaziyet

Uluslararası Finans Enstitüsü (The Institute of International Finance, IIF), 10 Temmuz'da, Küresel Borç Monitörü 'nün yeni veri setini açıkladı. Buna göre 2018'in ilk çeyreğinde küresel borç 247,2 trilyon dolara ulaşmış. Bu rakamı 2008'in ilk çeyreği ile kıyaslamak sadece 10 yıllık perspektif almanın ötesinde bir anlam taşıyor. Bu bakış bize aynı zamanda Küresel Kriz öncesi dönem ile bugün geldiğimiz noktayı kıyaslama şansı veriyor: Buna göre, 10 yılda küresel borç 69 trilyon dolar artarken bu artışın %27'si finans kesimi dışı özel sektörden kaynaklanmış.



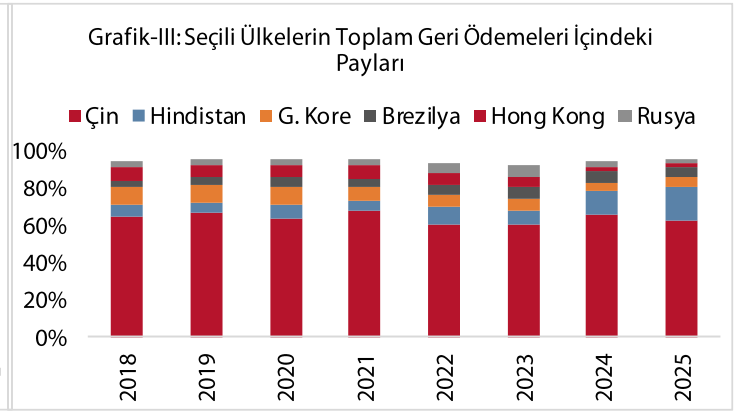
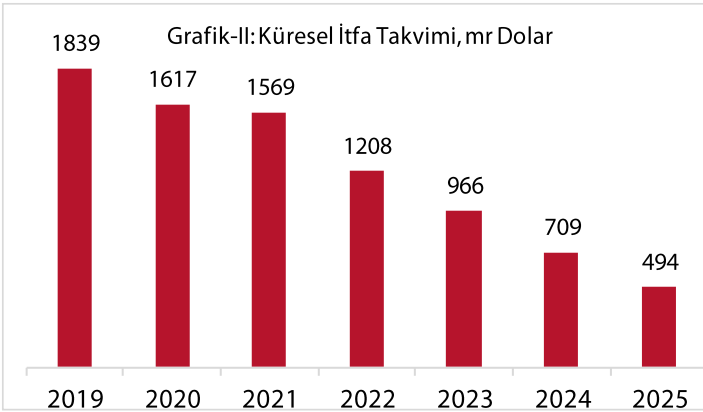
Alt bir kalem olarak finans kesimi dışındaki firmaların yabancı para (YP) cinsinden borcunun 1Ç2018 seviyesi ile bu seviyenin on yıldaki değişimine bakmak da faydalı olacaktır.

Yandaki grafikten görüleceği üzere küresel kriz sonrası bollaşan ve ucuzlayan likiditeye pek çok ülke "hayır" dememiş, diyememiş. Macaristan, Hindistan, Güney Kore ve Rusya, finans kesimi dışındaki YP cinsi borcun milli gelire oranını düşüren azınlık gruptaki ülkeler olarak karşımıza çıkıyor.

Kaynak: IIF, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Küresel likiditenin maliyet seyri düşünüldüğünde son on yıldaki kaldıraç kullanımı anlaşılır bir seçenek. Önemli olan bu borçlanmanın doğru yerlerde kullanılıp kullanılmadığı. Bu sorunun genel bir yanıtı yok, sadece ülke bazında değerlendirerek bakmak anlamlı bir sonuç verebilir.

Kullanımdan bağımsız olan bir durum ise geri ödeme. Küresel likiditenin azalması beklenen önümüzdeki dönem için IIF verilerine göre hazırladığım itfa (bono + tahvil + kredi) takvimi Grafik-II'de görülebilir. Bu itfaların yaklaşık %80'ini 7 ülke oluşturuyor. O ülkeleri kendi içinde takvimlendirdiğimizde ise (Grafik-III) Çin elbette önde ve arkasından Hindistan ile Güney Kore geliyor. Likiditeyi tartışırken bu takvimi de göz önünde bulundurmakta fayda var. Tik tak, tik tak!



Kaynak: IIF, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Hafif Gündem

Yüzyılın Krizi Basit Bir Hesap Hatası Olamaz Değil Mi? Lütfen Olmasın...

Sanırım ileride torunlarımıza o günleri anlatırken “Büyük Durgunluk olduğunda ben piyasada ekran başındaydım” diyeceğiz. Elbet anlatacak hikayelerimiz de olacak...

...ama öncesinde biri bana hatırlatabilir mi, yüzyılın krizi Büyük Durgunluk neden çıkmıştı? Üzerinden 10 yıl geçince insan sebebini unutuyor mu? Ya da acaba biz sebebi zaten hiçbir zaman tam olarak bilemedik mi?

Hayır, hayır, komplo teorilerine inanmam. İktisatçı olarak soruyorum bu soruyu. Artık neredeyse İktisat Tarihi derslerinin konusu olmayı haketmiş olan 2008 Krizi'nin etkilerini tam olarak anlamak için elbette ki çok erken. Ama en azından çıkış sebebini tam tahlil edebiliyor olmamız gerek.

Bunu sormam aslında pek de öyle durup dururken değil. Harvard Üniversitesi'nden Profesör G. Mankiw 27 Temmuz'da çok ilginç bir gazete makalesi yayınladı. Makalede, John Hopkins Üniversitesi'nden Profesör Laurence Ball'un yeni çıkan kitabı üzerinden 2008 Krizi'nin sebebi sorgulanıyor.

Yazısına, krizin sebebiyle ilgili genel kabul görmüş hikayeyi!?! anlatarak başlıyor Mankiw: *2000'lerin ortasında konut balonu vardı, Wall Street bu balonun patlamayacağını varsaydı ve ipoteye dayalı farklı borçlanma araçları ile geri ödeme gücü şüpheli kesimlere aşırı borç verdi. Bu kredi büyümesi, balonun devam etmesini bir süreliğine desteklese de geri ödemelerin aksamasıyla birlikte konut balonu da kaçınılmaz olarak patladı. İflasla karşılaşan finansal sistem çöküşe sürüklenerek, ekonomiyi resesyona itti.*

Bu “ana akım” açıklamada iki başrol oyuncusu var. Krizi yaratan “sorumsuz finansçılar” ve kriz sonrası kurtarıcı olan “kahraman politika yapıcılar”. Her ne kadar ABD Merkez Bankası FED, Lehman Brothers'ı kurtarmamış olsa da genel kabul, sonraki adımların (TARP, faiz indirimleri, miktarsal genişleme) sistemi kurtarmaya yettiği yönünde.

Laurence Ball hikayenin çoğuna katılmakla birlikte, sıra kahramanlık payesini vermeye geldiğinde itiraz ediyor. Tam bu noktada “Lehman Brothers neden kurtarılmadı?” diye soruyor. Bernanke bunun yanıtını “bankanın yeterli teminatı olmaması” olarak veriyordu. Sadece Lehman Brothers değil, “batmasına izin verilmeyecek kadar büyük—too big to fail” bakış açısı da bu şekilde yıkılmamış mıydı?

Bernanke'nin bu sözünün üzerine, gidip teminat hesabı yapan başka kimler var bilmiyorum ama Profesör Ball yapmış. Bu hesap sonucunda da Lehman Brothers'ın yeterli teminata sahip olduğunu bulmuş. Kitabında da—bu nedenle, politika yapıcıların kurtarmama kararının teminat eksikliğinden değil, “piyasayı kurtarılmaya alıştırmama tercihi”nden kaynaklandığını ve bunun büyük bir hata olduğunu öne sürüyor.

Önemli bir not: Prof. Mankiw de Prof. Ball da suçlamak için bir hedef aramıyorlar. İlk soruları “kriz neden çıktı” olsa da, asıl soruları “bir sonraki krize hazır mıyız?”. “Birincinin sebebini tam anlamazsak ikincide soru ‘çalışmadığımız yerden’ çıkar, sınıfta kalırız maazallah” diye düşündükleri belli.

Tabi hadisenin bir de diğer tarafı var. Bernanke ve Paulson'un bu hesap hatası konusuna verecekleri yanıtı merak ediyoruz. “Hocam, hesap hatası yapsak bile gidiş yolundan puan verir misiniz?” diye soracaklar el kaldırsın!

Kaynaklar:

- ~ Learning the Right Lessons from the Financial Crisis, N. Gregory Mankiw, NYTimes, 27 Temmuz 2018
<https://www.nytimes.com/2018/07/27/business/lessons-from-the-financial-crisis.html>
- ~ Ball, L. (2016). *The Fed and Lehman Brothers: Introduction and Summary* (No. w22410). National Bureau of Economic Research.



Ekonomik Araştırmalar
arastirma@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO: 81
FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE
T: +90 (212) 334 5041 F: +90 (212) 334 5234

2018 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişimin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

