



## Yeni Ay

Ağustos 2019

#22

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

### Teyze! Topumuz Sizin Bahçeye Kaçtı!

Merkez bankalarının ayını geride bıraktık. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) keskin bir faiz indirimi gerçekleştirdi. Sene başında “kaç faiz arttırımı yapacak” sohbetlerinin öznesi olan ABD Merkez Bankası (FED) da faiz indirimi ile sahneye çıktı. Avrupa Merkez Bankası (AMB) genişleyici adımların sinyallerini verdi. Dünya genelinde, Brezilya’dan tutun da Macau’ya kadar pek çok farklı ülkenin merkez bankası da bu indirim ya da gevşeme kervanına katıldı. Hakkımızda hayırlısı!

Temel olarak baktığımızda, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin faiz hareketlerindeki motivasyonun ayrışa-bildiğini görüyoruz ki, bu da son derece doğal. AMB, fiyatlama davranışlarındaki aşağı yönlü kırılmanın, sağlıklı bir büyüme-ye işaret ettiği endişesini taşıyor. Avrupa Birliği üyelerinin büyümeyi desteklemek için mali yöntemler uygulamaya takati pek yok. Para politikası önümüzdeki dönemde yine en gözde araç olacak.

ABD cephesinde, faiz indirimini Trump mı istiyor, Powell mı istiyor diye düşünürken, eski başkan Yellen’in 25 baz puanlık indirimi desteklediğini söylemesi yüreğimize su serpti. Ancak FED’in 31 Temmuz’daki faiz indiriminden sonra yaptığı açıklama ve Başkan Powell’in konuşmasının net mesajlar içermemesi, takip edebilecek faiz indirimleri konusunda piyasada farklı görüşler oluşmasına neden oldu. Başkan Trump’ın konu hakkında sosyal medyada beyan ettiği görüşünden sonra ise, benim gibi “Para politikası kararları veriye bağımlıdır.” cümlesine inancını hiç yitirmeyenler bile, sonraki FED adımları için “Kismet!” demeye başladı.

Gelişmiş ülkelerdeki bu faiz hareketlerini kendi ülkelerinin vatandaşlarından bile daha yakından takip edenler var: gelişmekte olan ülkeler (GOÜ)! Faiz indirimi gerçekleştiren ya da sinyalini veren pek çok GOÜ merkez bankası, gelişmiş ülkelerdeki gevşemeye referans veriyor. Yayınlanan merkez bankaları notlarında, küresel risk iştahında beklenen iyileşmeye açık/örtük vurgular var. GOÜ’ler topu kendi sahalarından çıkartıp gelişmiş ülkelerin sahasına sürmeyi tercih ediyor. Kabaca aktarım mekanizmasının süresi ile birlikte düşünüldüğünde iyi ihtimalle 2020’nin ilk çeyreğine kadar iyimser bir dalga yakalanabilir. Ancak kendi hikayenizi başkasının hikayesi üzerinden anlatmak riskli bir seçim. Topu bahçesine atıp kenara çektiğiniz gelişmiş ülke komşunuz, 2008 sonrası küresel sermayenin GOÜ'lere yöneldiği dönem kadar güler yüzlü olmayabilir (bkz. Yeni Ay #21). Çıkıp da “Keseyim mi topunuzu?” dediğinde, kuvvetli iç makro dinamiklerle verecek yanıtınız olmalı. Var mı?

#### ~ 1 Ağustos, İngiltere Merkez Bankası Enflasyon Raporu

Dünya genelinde düşük enflasyon, faiz indirimleri ve Brexit belirsizliği... Bu macera romanı kaçmaz!

#### ~ 5 Ağustos, Temmuz TÜFE-ÜFE

Faiz indirimlerine kapının açık olduğu bir ortamda enflasyon verisi yakından takip edilecektir.

#### ~ 8 Ağustos, Avrupa Merkez Bankası Ekonomi Bülteni

Normalde bu bülteni Yeni Ay’a yazmam ama yılın kalanında daha yakından takip etmekte fayda var.

#### ~ 11 Ağustos, Bugün Bayram, Erken Kalkın Çocuklar!

İyi Bayramlar!

#### ~ 30 Ağustos, Zafer Bayramı

Kutlu Olsun! Gururla...

Yeni Ay  
Ağustos 2019



### Vay Başımıza “Gelenler” Deęil, “Gelecekler”!

Telif hakları meselesinden emin olamadığım için burada resim olarak alıntılanıyorum ama 26 Temmuz tarihli Financial Times kapağını çok ikonik bulduğumu söylemek isterim. İleride t-shirtlere basıldığını görürseniz, beni hatırlarsınız (Ahhh! Telifini almadığım için heba olup giden güzel fikirlerim benim!)

Hemen tarifini yapayım: Yakında görevini teslim edecek olan Avrupa Merkez Bankası (AMB) Başkanı Draghi'nin yorgun gülümsemesiyle bir fotoğrafını getirin gözünüzün önüne. Fotoğrafın yanında iki cümle: Enflasyon cepesinde gördüklerimizden memnun değiliz. Harekete geçmekte kararlıyız (We don't like what we see on the inflation front. We are determined to act.).

Normal şartlar altında (22 derece oda sıcaklığı, gelişmekte olan ülke ekonomik belleğine sahip orta yaşlı huysuz bir ekonomist.), bu cümle aklınıza ne getirir? Kodlarınızdaki yüksek enflasyona bağlı olarak –benim gibi-, bunu rahatlıkla yüksek enflasyona karşı mücadele kararlılığı cümlesi gibi algılayabilirsiniz örneğin. Ama önerim: bir daha düşünün!

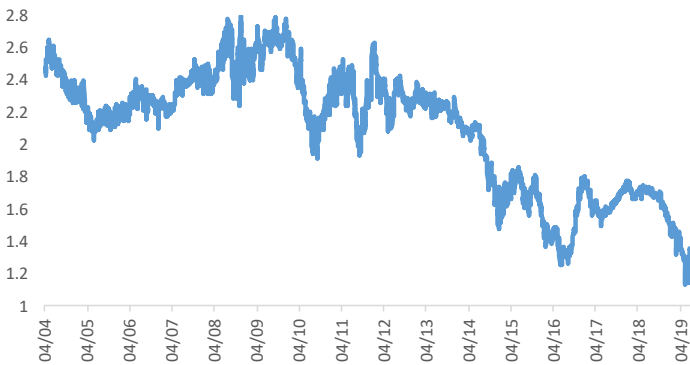
Draghi'nin enflasyonda görüp de beğenmediği manzara, fiyatlar genel seyirindeki artışın beklenenin altında kalması ve kalmaya devam etmeğine dair beklentiler. Nitekim beklenti anketleri ve piyasa fiyatlamalarında durum çok net.

Avrupa Merkez Bankası, profesyonel tahmin verenler arasında bir anket düzenliyor. Çeyreklik bazda açıklanan bu anketin sonuçlarından biraz bahsetmek isterim:

- ~ Enflasyon beklentileri ikinci çeyrekte birinci çeyreğe göre, üçüncü çeyrekte de ikinci çeyreğe göre aşağı geldi.
- ~ Senenin ilk anketi ile son anketi kıyaslandığında 2018-2019 ve 2020 yıllarının her biri için enflasyon beklentisindeki düşüş 0,2 yüzde puan.
- ~ Gelin farklı bir hesap daha yapalım ve 2018'in son çeyreğindeki anketin sonuçlarına bakalım. Bu anketteki “bir yıl sonrası, iki yıl sonrası” tahminlerini 2019'un üçüncü çeyreğinde yapılan anketin “bu yıl, gelecek yıl” tahminleri ile eşleştirelim. Bu durumda enflasyon beklentilerindeki aşağı yönlü güncellenmenin aslında 0,4 yüzde puan olduğu görülüyor.
- ~ Enflasyon beklentilerindeki bu düşüşe rağmen, büyüme beklentilerinde ise bir değişiklik yok.

Anket katılımcısı arkadaşlara iyi niyet ve emekleri için teşekkür ediyoruz ama çeyreklik sonuçları beklemeden, piyasa fiyatlamalarından da durumu görüyorduk (bknz. alttaki grafik). Piyasanın gördüğünü herkes görüyor muydu sorusu önemli ve maalesef “evet” demek zor.

Başabaş Enflasyon Noktası -5Y5Y



Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Örneğin AMB'nin anketine katılanlar beş yıl sonrasında enflasyonu %1.7 seviyesinde görürken, IMF-Dünya Bankası bunu neredeyse %2'ye taşıyor. Elbette o tahminler de güncellenecek ama bu bile gösteriyor ki, henüz küresel oyun planı düşük enflasyonu ve bunun getirilerini/götürülerini tam fiyatlamadı.

Gelişmekte olan ülkelerde konu sadece “gelişmiş ülkelerde faizler düşecek, bize sermaye gelecek” bakışıyla ele alınıyorsa, çok eksik kalıyor demektir. Bunun büyüme ve ticaret bacağına konuşmanın tam zamanı! Faiz indirimlerinin getirdiği piyasa iyimserliği gider, geriye makro yapı-sallar ve küresel ticaret üzerindeki kara bulutlar kalır!

## Yeni Ay Ağustos 2019



### “Faiz Platosu”, Coğrafi Bir Terim Değildir Elbet

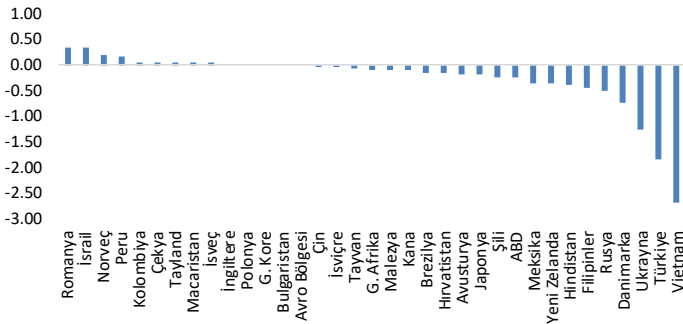
Geride bıraktığımız Temmuz’u, para politikası iletişimi açısından özel bir ay olarak hatırlayacağız. Nitekim ayın ilk üç haftası biz merkez bankalarını konuştuk, son haftası da merkez bankaları konuştu: Türkiye’de, Avrupa’da, ABD’de.

Alınan politika kararları önemliydi elbette ama bu üç merkez bankası özelinde aynı zamanda politika duruşunda değişiklik yapıldığı için kararların anlatılma şekli de önemliydi.

Piyasa, merkez bankalarının anlattıklarından bazı anahtar terimleri ön plana çıkartıp bunları takip etmeyi tercih edecektir. Örneğin TCMB’nin 25 Temmuz’daki 425 baz puanlık indiriminden sonra 31 Temmuz’da yayınladığı Enflasyon Raporu’nun basın toplantısında “reel faiz” vurgusu oldukça öne çıktı. Bu konudaki genel bakışımı Mayıs tarihli Yeni Ay’da, reel faiz konusu henüz pek popüler değilken yazmıştım. Şimdi popüler oldu diye kendime iş çıkartıp tekrar yazmayayım izninizle (Yooo, tembel değilim, aşkolsun!). Ama belki sadece şunu not etmek faydalı olabilir: reel faiz pek tabii anlamlı bir gösterge olmakla birlikte para politikası enstrümanı değildir ve bu perspektiften ülkelerarası bir kıyaslamamanın öznesi olmamalıdır.

ABD Merkez Bankası FED’in kararından sonra ise faiz indirim döngüsüne girildi mi yoksa tek seferlik bir hareket mi var sorusuna yanıt aranıyor. “Döngü ortası düzeltme (mid cycle adjustment)” ne demek? Powell, basın toplantısında faiz indirimin devamı için kapıyı açık bıraktı mı bırakmadı mı?

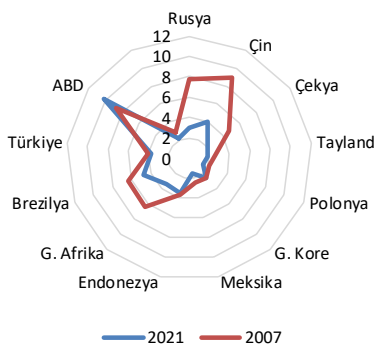
1Ç2020’ye Kadar Beklenen Faiz İndirimleri, %  
Puan



Bu soruların hepsi (ve daha fazlası) anlamlı. Bence de ön plana çıkan bu terimler üzerinde kafa yormaya devam edelim, mutabıkız. Ancak izninizle bu listeye bir zamanlar her cümlemizin içerisinde geçirdiğimiz bir söz öbeğini daha eklemek isterim: faiz platosu.

Hatırlar mısınız o günleri? 2008-2009 sonrası dünyanın önde gelen merkez bankaları faiz indirimleri yaparken, bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde faizler daha önce hayal edebileceğimiz seviyenin altına gelmişken, dünyada “faiz platosu”nun değiştiğini anlamıştık. “Dünle beraber gitti cancağazım!” demiş ve özellikle finansal istikrar cephesinde bu yeni düzene ayak uydurmak için adımlar atmıştık.

2 Yıl Sonrası için Enflasyon Beklentileri



Sol üstteki grafikten görüleceği üzere, yakın dönemde küresel faiz platosu bir miktar daha aşağı gelecek. Alttaki grafik ise platonun aşağı gelmesini enflasyon beklentileri üzerinden görmemize yardımcı oluyor. 2008 Krizi öncesindeki iki yıllık beklentiler ile bugünkü iki yıllık beklentileri kıyasladığımızda, fiyatlandırma davranışlarındaki zayıflık net bir şekilde görülüyor.

Bunun istisnası ülkeler yok mu? Var (Türkiye onlardan biri)! İşte bu istisnaların dış dinamikleri değerlendirirken, iç dinamikleri nedeniyle ayrışabileceklerini unutmamaları iyi olur! Platodan düşenin dostu olmaz!

Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar

## Kalkınma Günüklüleri

### Herkesin Enflasyonu Kendine!

TÜİK, yakın zamanda Hanehalkı Bütçe Anketi'nin sonuçlarını açıkladı. Enflasyon sepeti içerisindeki harcama gruplarının ağırlıklarının belirlenmesinde temel teşkil edecek olan bu anket sonuçlarının üzerinde konuşmaya değer.

Ama konuşmaya başlamadan önce bu anketin eski yıllardaki sonuçlarına bakarak başlayalım. Örneğin 11 Ağustos 2011'de yayınlanan 2010 yılına ait verilere bakalım: hanehalkı başına aylık ortalama tüketim harcaması 1.843 TL olarak tahmin ediliyor.

Şimdi burada durup TCMB'nin Enflasyon Hesaplayıcısı'na gideyim ve basit bir soru sorayım: Temmuz 2010'daki 1.843 liralık bir mal sepeti, Temmuz 2018'de kaç lira eder? Yanıt: 3.760 TL. Elimde bu bilgiyle şimdi yine TÜİK'in anketine geleyim ve 2018 için fert başına ortalama tüketim harcamasına bakayım: 2.181 TL. Aradaki fark önemli!

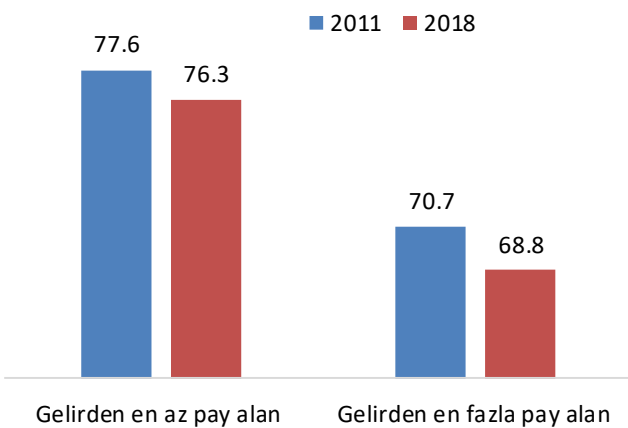
İşte tam olarak bu sebeple, enflasyonu bir "vergi" gibi düşünebiliriz kanaatindeyim. Enflasyondaki yükseliş, alım gücündeki kayıptır. Üstelik enflasyon vergisi, daha kırılgan olan düşük gelir grubu üzerinde daha çok hissedilir. Bu nedenle enflasyonla mücadele, orta vadede düşük gelir grubunun alım gücünü desteklemeye yönelik bir politika kararının da göstergesidir.

Bu nedenle Bütçe Anketi'nin gelire göre sıralı %20'lik gruplarda tüketim harcaması dağılımlarına da bakmak istedim. Bunu yaparken temel harcamalar üzerine yoğunlaştım. Bu kısmı biraz açayım:

Sizin de enflasyon her açıklandığında itiraz eden ve argümanını da pazardaki ürün fiyatları ile benzin fiyatlarına dayandıran bir tanıdığınız var mı (Yüksek ihtimalle babanız!)? Hah işte! Aslında onlar çok haklılar. Çünkü herkesin enflasyonu kendine. Tüketicisi olmadığımız ürünlerin fiyatlarındaki değişimin birincil etkileri bize ilk etapta ulaşmıyor. Elbette dolaylı olarak maruz kalıyoruz ancak ilk iş temel harcama grupları üzerinden ilerliyor.

Ben de hayali bir kahraman yaratarak onun enflasyon sepetini biraz değiştirdim. Sadece temel ihtiyaçları karşıladım. Kahramanımız yemek yiyecek, giyinecek, başının üstünde bir çatı olacak, işe ya da okula giderken ulaşım araçlarını kullanacak, eğitim alacak, sağlığına dikkat edecek (Lüks yok, keyif yok!).

Seçili Harcama Gruplarının Toplam Ağırlığı



Kaynak: TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Bu temel harcamaların, en düşük gelir grubunun harcamaları içerisindeki payı son 7 yılda sadece 1,3 yüzde puan gerilemiş. Oysa aynı harcamaları yapan en üst gelir grubunun harcamaları içerisindeki ağırlık 1,9 yüzde puan azalmış; yani farklı harcamalara görece daha fazla kaynak aktarılabilmiş.

İktisadi refah ve kalkınmaya giden yolda, enflasyonla mücadele gibi manşet kavramlara yoğunlaşırken, farklı gelir grupları üzerindeki etkilerini düşünmekte fayda var. En düşük gelir grubuna refah yaratılmadan işimiz bitmiş sayılmaz.

Evet, herkesin enflasyonu kendine ama iktisadi refah ödevi hepimize!

**Kaynaklar:**

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html)

**Yeni Ay'ın Geçmiř Sayılarına Ulařmak İçin:**

<http://www.tskb.com.tr/tr/yatirim-bankaciligi/ekonomik-arastirmalar/ekonomi-ve-piyasalar/yeni-ay>

**TSKB Ekonomik Araştırmalar Yayınlarına Üye Olmak İçin Üyelik E-Postası Atabilirsiniz**

[ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr](mailto:ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr)

# TSKB

## Danışmanlık Hizmetleri

## Ekonomik Araştırmalar

ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

tel: (90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2019 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.

