



Yeni Ay

Ağustos 2025

#86

Dr. Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

Direktör—Başekonomist

Ekonomistler Mars'tan, Piyasalar Venüs'ten Mi?

Yeni Ay'ın başlığı, Ekonomim Gazetesi'nde 25 Temmuz'da yayınlanan köşe yazımdan alıntı. O yazıda, yakın dönemde bana çok yöneltilen bir soruya yanıt vermeye çalışmıştım: Küresel ekonomide her gün ekonomistlerin beğenmediği haberler alıyoruz ama piyasalar yükseliyor. Aradaki farkın sebebi ne?

Gayet mantıklı bir soru. ABD seçimlerinden itibaren baktığımızda, yılın ilk altı ayında DAX yükselmiş, FTSE yükselmiş, S&P Endeksi 6000'i geçmiş. JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of America ve Cit'ın işlem gelirleri (trading revenues), analist tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiş. O nedenle bu şirketlerin hisse senetleri de uçmuş. Yani hem kazanmış, hem kazandırmışlar. Velhasıl, işler iyi gibi!

O zaman temkinli ekonomistler derdine yansın (mı?). Yok, o iş öyle değil. Arz edeyim:

Daha önce de yazdım. Finans piyasaları için suyun yönü değil, hareketin varlığı önemlidir. Haberin portföye etkisi kötü mü? Satarsın. Etkisi iyi mi? Alırsın. Ama sonuçta işlem yaparsın ve gelir elde etmek için önemli olan budur. Haber akışında değişiklik de gerekir. Çünkü sürekli almak da satmak da mümkün değildir. Velhasıl, piyasa perspektifinden söylersek: Haber akışının devamı iyidir, haber akışının inişli çıkışlı olması daha da iyidir.

Bir veri ya da haber akışının piyasalar üzerindeki etkisinin bir süreliğine olumlu olması, bu gelişmelerin ekonomi için nihai etkisinin de olumlu olacağı anlamına gelmez. Piyasa dediğimiz yer, tasarruf sahiplerinin oyun alanıdır. Tasarrufu olmadığı için yatırım yapamayanlar bu resimde zaten yok. O nedenle bir haberin genel makro denge için iyi olup olmadığına karar verecek şey piyasa tepkisi değildir, olmamalıdır.

Şimdi köşe yazısında olmayan kısmı ekleyeyim. İçinden geçtiğimiz dönemdeki küresel gelişmeler, orta vadeye kalmadan dünyada zorlu bir makro ekonomik görünüm oluşabileceğine işaret ediyor. Jeopolitik riskler ve artan korumacılık, hem küresel gerilimin yüksek kalmasına hem de gelir dağılımının bozulmasına neden olma potansiyeline sahip. Bu sırada, piyasaların kötü olmasını beklemiyorum. Fakat likit yatırımlar ön planda kalır. Biraz önce saydığım risklerden etkilenmeyen, teknoloji, sağlık gibi sektörler de kendi hikayelerini yazmaya devam edecektir. Ben mi? Ben de, yükselen piyasaların, herkes için yükselen yaşam şartları olmadığını bilerek ekranı izlemeye ve Yeni Ay yazmaya devam edeceğim. Elbette baki selam ile....

~ 4 Ağustos, TÜFE-ÜFE

Her enflasyon verisi önemli. (Bu cümlem hiç değişmiyor farkında mısınız?).

~ 7 Ağustos, İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Kararı değil ama genel ekonomik değerlendirmeyi merak ediyorum.

~ 14 Ağustos, TCMB Enflasyon Raporu

2026 beklentilerini şekillendirecek mesajlar kıymetli olur.

~ 20 Ağustos, Fed Para Politikası Kurulu Karar Tutanakları

Okumak gerek!

~ 30 Ağustos, Zafer Bayramı

Kutlu olsun. Gururla!

Yeni Ay Ağustos 2025



%0,1 Büyüme mi Alkışlıyoruz Artık?

30 Temmuz'da önümüze bir manşet düştü: Avro Bölgesi, ikinci çeyrekte beklentilerin üzerinde büyüdü! Vay vay vay, çok iyi. Bu devirde beklentilerden yüksek büyümeyi baba oğluna vermiyor muhteremler.

Hemen rakamlara bakalım da beklentiyi ve gerçekleşmeyi anlayalım. Hatta durun, manşeti yeniden yazayım: Avro Bölgesi, ikinci çeyrekte %0'lık beklentiyi aşarak, %0,1'lik bir büyüme gerçekleştirdi. Veriler başlıkta sorduğum sorunun yanıtını da vermiş oldu: Evet, biz %0,1'lik büyümeyi alkışlar hale geldik. Hatta Lagarde Başkan çıktı ve "İyi durumdayız." dedi. Hem bu devirde büyümenin zor bulunan bir özellik olduğunu göstermesi hem de piyasa fiyatlamalarını konuşmaya vesile yaratması nedeniyle, veriyi de Lagarde'in tespitini de çok önemsiyorum.

Büyüme meselesine daha yakından bakmak için, önce gelin IMF'nin tahminlerindeki değişikliklere göz atalım.

	Büyüme Tahmini		Tahminlerdeki Değişiklik	
	2025	2026	2025	2026
ABD	1,9%	2,0%	0,1	0,3
Avro Bölgesi	1,0%	1,2%	0,2	0

IMF, 2025 ve 2026'ta Avro Bölgesi'nin sırasıyla %1 ve %1,2 büyümesini bekliyor. Nisandaki rapor dönemine göre 2025 büyüme tahmini 0,2 yüzde puan yukarıda. Aynı dönemde, ABD ekonomisinin %1,9 ve %2 büyümesini bekleyen IMF, tahmin revizyonunda ABD için daha cömert davranmış. Velhasıl, ABD daha hızlı büyüyor, at cebe.

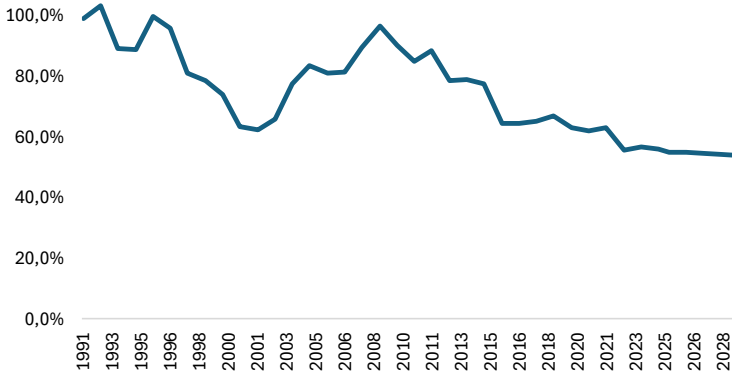
İlk grafik, Avro Bölgesi ekonomik büyüklüğünün ABD ekonomisine göre oranını gösteriyor. Parite etkisini yansıtmadım ama yansıınca da durum çok değişmiyor. ABD burada da önde görünüyor.

İkinci grafik ise hisse senetlerindeki performansı görece daha kısa bir periyot içinde kıyaslıyor. Büyümesi önümüzdeki iki yıl daha düşük kalacak olan ve ABD ekonomisine göre payı sürekli düşen Avrupa bölgesinin hisse senetleri, ABD hisse senetlerinden daha iyi performans göstermiş. Ne zaman olmuş bu? ABD seçimlerinden bugüne geçen zamanda.

Yoksa örneğin ilk grafikteki gibi 1990'lardan itibaren baksak, durum böyle değil. ABD hisse senetleri Avrupa hisse senetlerinin üzerinde bir performans sergilemiş.

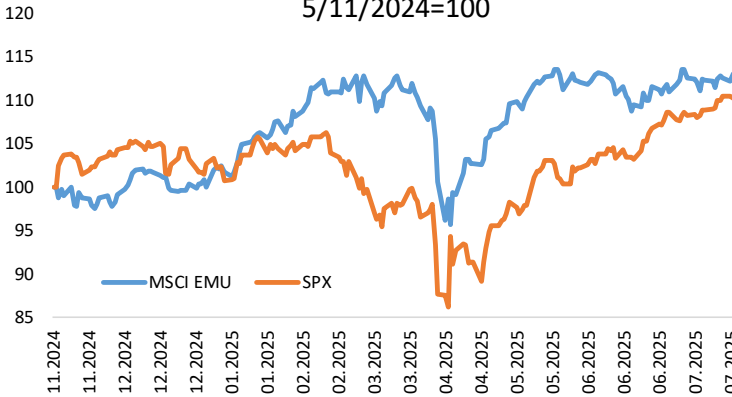
Yani bu durum uzun dönemli bir makro resimden ziyade, dönemsel gelişmelerden etkileniyor. JP Morgan'dan Karen Ward, büyümedeki ayrışmaya ve Draghi raporunda belirtilen zayıflıklara rağmen Avrupa hisselerinin daha iyi gideceğini öngörüyor. Onun kadar uzun süreli bir iyimserliğe sahip olmakla birlikte ben de tespitine katılıyorum. Lakin gözümlü ABD varlıklarından ayırmıyorum!

Avro Bölgesi GSYH / ABD GSYH



Kaynak: IMF KEG-Nisan/2025, TSKB Yeni Ay #86

Avrupa ve ABD Hisse Senetleri Endeksleri,
5/11/2024=100



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #86

Yeni Ay Ağustos 2025



Alfa, Beta Olur Mu?

Başlık havalı oldu sanki ha, ne dersiniz?

Şimdi bu başlığın içini de doldurmak gerek ama açıkçası bu soruya kesin bir yanıtım yok. Yine de bir süredir bu soruyu kendime sorduğum doğrudur. İstedim ki Yeni Ay'a da yazayım, yanıtı birlikte buluruz, bulamazsak da sohbet etmiş oluruz. Alfa-beta diye söze girdiğime göre de, izninizle bu sayfada konuyu hisse senetleri piyasaları üzerinden ele alayım.

24 Temmuz'da Bloomberg'te, bağlantısını referanslara bıraktığım bir yazı yayımlandı. 4 farklı uzman, 10 bin dolarlık bir portföy için yatırım önerileri veriyordu. Bu sorunun yeniden pek popüler olmasının nedeni de Yeni Ay'ın girişinde yazdığım mevzu: Ekonomistler karamsar ama piyasalar uçuyor, en iyisi biz şu portföye bir daha bakalım.

Peki uzmanlar ne demiş? Yaşlanan ama yaşlanmak istemeyen dünyada, sağlık sektörü çok ilgi çekiyor. Pandeminin belleklerimizde taze olması, buradaki değerlemeleri destekliyor da olabilir. ABD'deki olası faiz indirimlerinden olumlu etkilenebilecek sektörler uzmanların yatırım önerileri içinde. Bir süredir unutulmuş Avrupa hisse senetlerinin de "fiyat" üzerinden çekiciliği devam ediyor.

Bir yer eksik kaldı değil mi? Onu söylemeden olmaz: Teknoloji.

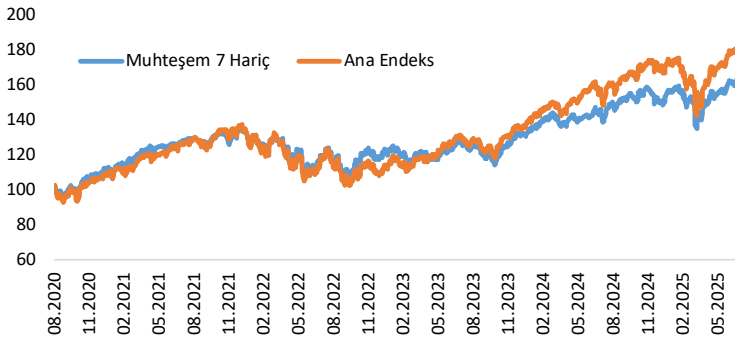
Teknoloji, yapay zeka, içini dolduramasak da, mevzunun nereye gideceğini tam kestiremesek de, günlük sohbetlerden eksik etmediğimiz başlıklar. Hikayesi de, para politikasından, politik gerginlikten bağımsız ilerlemeye devam ediyor; alfası kuvvetli. Pandemide, sağlık sektöründeki şirketler de böyleydi.

Peki alfa, beta olur mu? Yani, bir sektör ya da o sektördeki şirket/ler, bir ülkenin hikayesini taşımaya yeter mi? ABD için şimdilik yanıt olumlu. Muhteşem 7'li, endeksi de destekliyor. Ancak Danimarka örneği öyle değil. Bir dönemin yıldızı Novo Nordisk, endeksi yukarı taşıyamadı, kendisi düştü.

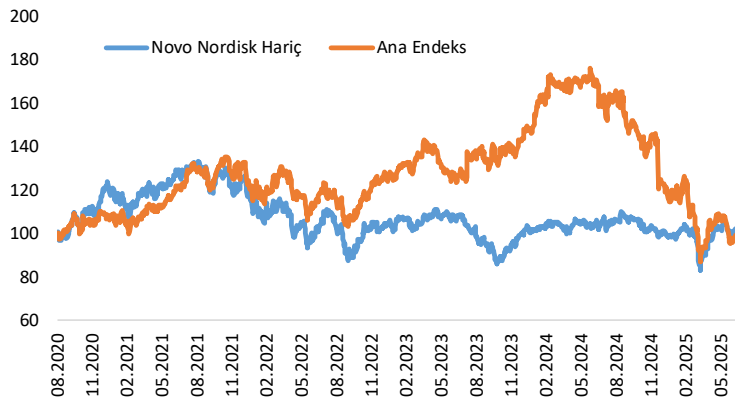
Muhteremler burada şaşıracak bir şey yok. Derslerde okumadığımız bir konu da değil. Büyüme fonksiyonuna bazen teknolojiyi dışarıdan veririz. Ama o zaman bile teknolojinin adaptasyonu ve difüzyonunu için bir katsayı ekleriz. Daha açıkçası: Teknolojiyi üretmek iyidir ama üretemiyorsan bile onu en hızlı alan, iktisadi oyunculara en hızlı yayan öne geçer.

Yeni teknolojilerde seyirci değil oyuncu olan kazanır. Bunu da tek oyuncu ile yapmak (Danimarka örneğinin gösterdiği gibi) yetmez. Bu bir takım oyunu, takım da bizim!

SP500 Endeksi



Kopenhag Hisse Senetleri Endeksi



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #86

Kalkınma Günlükleri

...ve Bir Orman Gibi 'Yanmışçasına'!

Ormanlar hakkında kaç yazı yazdım hatırlamıyorum. İnsan eliyle yaratılan ekosistem krizinin sonucunda aşırı hava olaylarının sayısının ve şiddetinin artacak olmasını kaç kere anlattım saymadım. TSKB Ekonomik Araştırmalar'ın farklı yayınlarında da arkadaşlarım bu konuyu sıklıkla ele aldı. Gün sonunda, ülkemizde de dünyada da kaç yangını gözlerim yaşlı izledim, izlemek zorunda kaldım, maalesef onu da saymadım, sayamadım.

Bu sayfanın başlığındaki cümleyi ilk kez Eylül 2019'daki Yeni Ay'da kullanmışım. Sonra tekrar Ağustos 2021'de. Bugün, tekrar Ağustos 2025'te... Yoksa bazı şeyler hiç değişmiyor mu?

Lakin muhteremler, benim bunu kabul etmem mümkün değil. Bir kalkınma bankası ekonomisti, daha iyisi için değişmeye/dönüşmeye, bu değişimi/dönüşümü tetiklemeye inanmayacak da kim inanacak? Bu işin ilk adımı da yüzleşmek. Bu yazı, tam da bu amaçla yazıldı.

Ağacın kimliği yok, olmamalı da. İzmir'de yanan zeytin ağacı da, Toroslar'daki kızılçam da, Amazon'un geniş yapraklıları da bizim... O halde yangın da ortak, acı da...

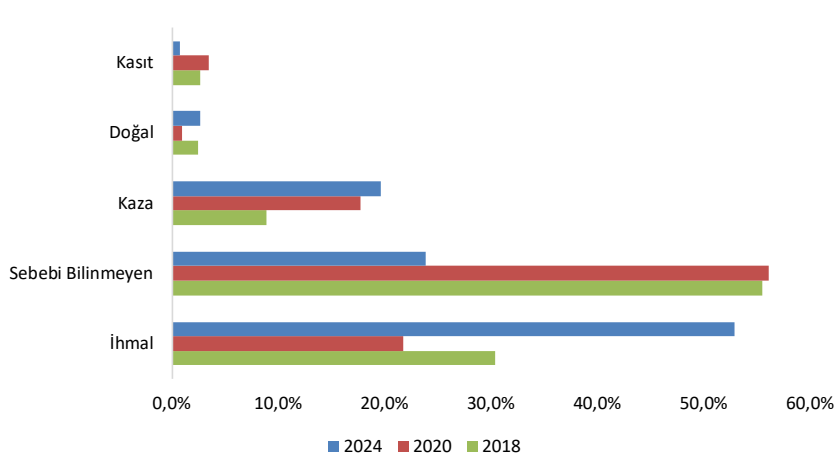
21 Mart, Birleşmiş Milletler'in (BM) girişimiyle 2013'ten bu yana Dünya genelinde "Uluslararası Orman Günü" olarak kutlanıyor. Bu yıl Orman Günü'nün teması "ormanlar ve gıda". BM verilerine göre, dünya üzerinde 5 milyardan fazla insan ormanları gıda, ilaç ve geçim kaynağı olarak kullanıyor. 2 milyardan fazla insan, yemek pişirmek için hâlâ oduna ihtiyaç duyuyor.

Bu yılki gıda teması, her gün ekranımıza düşen açlık görüntüleri nedeniyle küresel ajanda ile çok kesişen bir başlık olmuş. Ben bir de 2019'daki Orman Günü temasını hatırlatmak isterim: Eğitim. Güzel bir slogan da bu başlığa eşlik etmişti: Ormanları Sevmeyi Öğrenin!

Dünya genelinde çaresizce izlediğimiz yakın dönem yangınlarından sonra ben de bu sloganı yürekten destekliyor ve kesinlikle daha anlamlı buluyorum. Çünkü artık biliyorum ki, her insan ağaç sevmiyor. Ama bizim bu sevgiyi öğretmemiz, öğretene kadar da ormanlarımızın bekçisi olmamız gerek.

Peki ormanlarımızı nasıl kaybediyoruz? Türkiye'ye bakalım. Grafik'te detaylar var ama ben bir noktaya dikkat çekeyim: 2024'te "sebebi bilinmeyen" başlığında ciddi bir azalış var. Onun yerine "ihmal" kaleminin arttığını görüyoruz. Yangına feda ettiğimiz orman alanlarının %53'ü ihmalden yanıyor. Yani bizim hatamızdan. O zaman düzeltecek olan da biziz.

Yangın Çıkış Sebeplerine Göre Adetsel Dağılım, %



Kaynak: OGM, TSKB Yeni Ay #86

20 yılı geçen kariyerimde piyasalar yüzünden bir gece bile uykusuz kalmadım. Ama yanan ağaçlardan sonra gözüme uyku girmiyor. "Piyasa ne yapabilir?" diye soruyorum. 2021'deki önerim yine aklıma geliyor: Orman bonusu.

İlk kez 2016'da IFC'nin ihracını gerçekleştirdiği bu finansal varlığı, farklı ülkelerin (Latin Amerika'dan başlayarak olabilir.) şarta bağlı ve değişken faizli çıkarttığını belki yine göreceğiz. Keşke gerekmeseydi lakin o noktayı geçtik.

Piyasalara sadece "indi - çıktı" perspektifinden değil, değişimin-dönüşümün finansman sağlayıcısı olarak bakmaya devam!

Referanslar:

- ~ <https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/ekonomistler-marstan-piyasalar-venusten-mi/832670>
- ~ <https://www.ogm.gov.tr/en/e-library/official-statistics>
- ~ <https://www.ft.com/content/9b799e6c-7799-4035-8289-afa50a95a61c>
- ~ <https://www.ft.com/content/09ae581b-fe38-49f5-89b2-7c8c6dcd9a3>
- ~ Where to Invest \$10,000 Right Now: AI, Defense and Sports Tourism

Yeni Ay'ın Geçmiş Sayılarına Ulařmak İçin:

<https://www.tskb.com.tr/arastirma-raporlari/ekonomik-arastirmalar/tskb-basekonomistinden-yeni-ay>

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

ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr

TSKB

Ekonomik Arařtırmalar

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

2025 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.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr

