



## Yeni Ay

Ekim 2019

#24

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

### Cüzdan, Beyin, Kalp!

*Bu ay başlık benden değil, Uluslararası Para Fonu (IMF) başkanlığından sonra şimdi de Avrupa Merkez Bankası başkanlığına hazırlanan muhterem Christine Lagarde'dan. Kendisi IMF'nin internet sayfasında yer alan bir videoda, "IMF aslında ne iş yapar?" sorusunun yanıtını veriyor ve şöyle söylüyor: Cüzdan, beyin ve kalp sağlarız.*

*Açıktır ki, "cüzdan" benzetmesi, IMF'nin çalıştığı ülkelere sağladığı finansal desteğe atıf yapıyor. "Beyin"; IMF'nin verdiği teknik desteği temsil ediyor. Kalp ise alınan zor politika kararlarında IMF'nin ülkeye uzattığı dost eli.*

*Bu benzetmelerin üzerinde konuşmanın tam zamanı. Çünkü IMF ve Dünya Bankası'nın Amerika Birleşik Devletleri'nin başkenti Washington, DC'de gerçekleştirilecek yıllık toplantısına sadece birkaç hafta kaldı. Geçen yıl olduğu gibi bu yıl da, toplantıları takip etmek için orada olacağım.*

*Bu toplantılar artık benim öğrenciliğimdeki gibi değil. Bir yandan salonda toplantıyı dinliyor, diğer yandan organizasyon sahiplerinin telefonumuza yüklememizi istediği uygulamadan sorularımızı paylaşıyor, diğer taraftan da yine onların ricasıyla sosyal medya üzerinden yayın yapıyoruz. Bence pek de güzel oluyor bu sistem, çünkü toplantı tanıklığımızın dijital ayak izini bırakarak, sonraki dönemin fikrîsel takibini kolaylaştırıyoruz. Yeni Ay'ın bu sayısı işte o fikrîsel takip için yazıldı. Takibin çerçevesini de sayın Lagarde verdi: cüzdan, beyin, kalp.*

*Dürüst olmak gerekirse, işin cüzdan kısmında IMF'nin daha aktif olması gereken bir döneme giriyoruz gibi. Başkanlık koltuğundaki değişim ile birlikte düşünüldüğünde, gelişmekte olan ülkelere daha yakın bir bakış gelebilir. Beyin kısmında ise yeni yönetimin yapması gereken bir öz-muhasebe olduğu açık (sebebi arka sayfada). Geçen yıl gerçekleşen toplantıların bir oturumundaki manşet cümle hâlâ aklımda: "Bir-iki istisna hariç, dünyada pozitif büyümeyen ülke yok." Bu cümle, Küresel Durgunluk'un 10. yılında bir meydan okumaydı; büyüme sorununun çözüldüğünün ilanıydı... Ama bugün geldiğimiz noktada biliyoruz ki, ilan yanlış çıktı. O zaman belki de yeni dönemde "beyin" paylaşımı, IMF-Dünya Bankası'ndan ülkelere tek yönlü akmak yerine, çift taraflı bir şekilde yapılmalı. Ülkelerin kendi ekonomistlerinin yerel gerçeklere yakından dokunan değerlendirmeleri IMF'de daha fazla karşılık bulursa, küresel tahminlerin ve buna bağlı finansal çerçevenin isabet oranı da artabilir. Peki Ünüvar "kalp" için ne diyeceksin? Ne diyeyim? Daha fazla küresel belirsizlik istemem, bende "kalp" var, yaramıyor!*

- ~ **8 Ekim, İngiltere Merkez Bankası Başkanı Carney, Tokyo'da İklim Değişimi Hakkında Konuşacak**  
Carney'nin iklim değişikliğini makro perspektiftan anlatışını dinlemediyseniz kaçırmayın, dinlediyseniz de kaçırmayın!
- ~ **24 Ekim, TCMB ve Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Toplantıları**  
Merkez bankaları hem konuşacak, hem hareket edecek. Biz de kemerlerimizi bağlayıp izleyeceğiz.
- ~ **30 Ekim, ABD Merkez Bankası Para Politikası Kurulu**  
Bence FED'in durup nefes alacak yeri var. Acele işe piyasa karışır!
- ~ **31 Ekim, TCMB Enflasyon Raporu**  
2019'u geçelim, 2020'ye bakalım.

Yeni Ay  
Ekim 2019

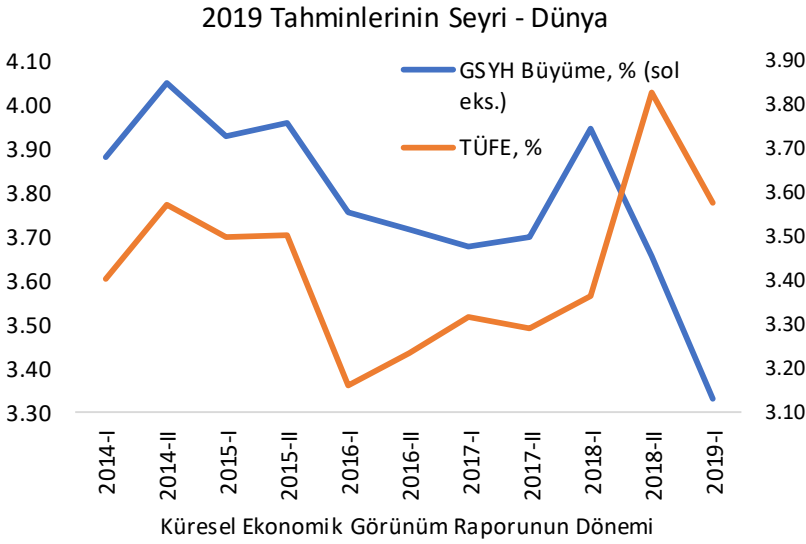


### Dikkat, Takipteyim!

IMF-Dünya Bankası tarafından verilen orta vadeli projeksiyonlarda ciddi bir güncelleme beklentim var. Ama bunu söylerken de açıkçası yanlış anlaşılmaktan korkuyorum. Çünkü aslında daha geçen yıl bile, Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nun temkinli bir başlığı vardı ve zaten büyümenin önündeki risklere işaret ediyordu (Challenges to Steady Growth).

Ancak ekonomistlerin bu temkinli duruşu, politika yapıcılara yansımamıştı. Her zamanki gibi geç de olsa, ekonomistlerin dediğine geliyoruz, geleceğiz. O nedenle güncelleme devam edecek.

Soldaki grafik, 2014'ün Nisan döneminden başlayarak, IMF'nin 2019'a dair küresel büyüme ve enflasyon tahminlerindeki değişimi gösteriyor.



Kaynak: Uluslararası Para Fonu, TSKB Ekonomik Araştırmalar

tahminindeki değişim oldu. 2017'nin sonundaki rapor ile 2018'in başındaki rapor arasında neredeyse yarım puanlık bir yukarı yönlü güncelleme var. Sonrasında ise aynı miktarda aşağı yönlü bir güncelleme görüyoruz.

Bize ne çarptı bilmem ama şurası kesin ki, tüm temkine rağmen yakın zamana kadar bu şiddette bir darbe beklenmiyormuş. Hele gelişmiş ülkelerdeki durum olduğundan güvenli zannediliyormuş.

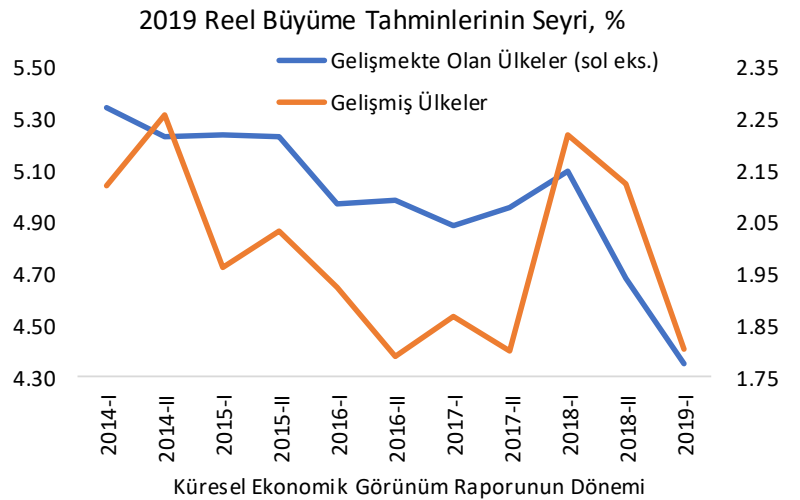
Riskleri gördüysek eğer, ne yapacağımızı da konuşalım mı? Sizin için Washington, DC'de takipte olacağım!

Dikkat! 2014'te %4,05 olacağı umulan 2019 büyümesi için son tahmin %3,33. 2018'in ikinci rapor döneminden itibaren ise küresel büyüme tahmini aşağı geliyor.

Enflasyon beklentilerindeki durum biraz daha farklı. 2017'nin ikinci rapor döneminden başlayarak küresel enflasyon tahminleri hep yukarı gelmiş. İlk aşağı yönlü güncelleme ise 2019'un Nisan'ında gerçekleştirilmiş.

Bu kısım, küresel görünümde sürpriz faktörünün hâlâ ne kadar güncel olduğunu hatırlamamızı sağlıyor.

Fakat grafikleri yaparken benim asıl dikkatimi çeken konu, gelişmiş ülkelerin 2019 büyüme



Kaynak: Uluslararası Para Fonu, TSKB Ekonomik Araştırmalar

## Yeni Ay Ekim 2019



### Uygun Bir Yerde İnecek Var!

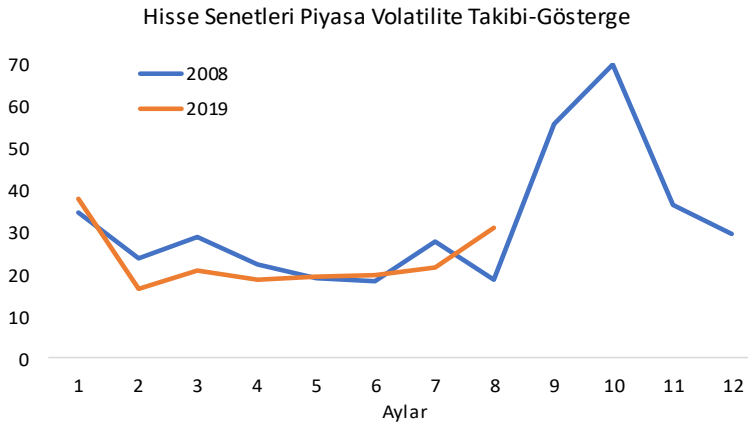
Bu hafta banka içerisinde yapacağımız bir sunuma hazırlanırken, arkadaşlarla (TSKB Ekonomik Araştırmalar ekibi) kafa kafaya verip piyasalarla ilgili görüş oluşturmaya çalıştık.

Üzerinde uzlaştığımız ilk konu küresel ekonomideki haber akışının yoğunluğu oldu. Veri akışından farklı olarak, "haber akışı", içerisinde politika yapıcılara dair belirsizlik de barındırdığı için öngörülmesi ve yönetilmesi zordur. Tam da bu nedenle, piyasalarda yüksek frekanslı strateji değişimleri öngörüyoruz. Nitekim, Ağustos ayında kan damlayan piyasalardan bazılarında Eylül'de güller açtı ancak Ekim meçhul. Bu hızlı değişime işaret etmek için biz de kendi aramızda bir benzetme bulduk. Hani turist otobüsleri vardır ve siz tek biletle "indi-bindi" yapabilirsiniz ya... hani kimin hangi durakta ineceği tümüyle o kişinin tercihine bağlıdır ya... hani bazen ilk durakta inilir, bazen 3 durak devam edilir ya... hah işte! Bizce önümüzdeki dönem tam olarak bu indi-bindi tur otobüsleri gibi olacak (hop-on, hop-off piyasalar).

Yok ama bunu söylemek kurtarmaz. Biraz daha öngörü alalım. Bunun için de bu yıl Mart ayında, ABD'de hisse senetleri piyasasının haber akışına bağlı volatilitisini ölçen bir makaleye atıfta bulunacağım Baker, Bloom, Davis ve Kost, iktisadi ve politik haberlerin ABD piyasasası üzerindeki etkilerini ölçerek bir volatilitite takip endeksi hazırlamışlar. Ben de aylık olarak paylaşılan bu endeksin 2008'deki seyri ile 2019'daki gidişini çizdirdim. Burada amaç, bu sene

içerisinde yaşadıklarımızı 2008 Küresel Durgunluk ile kıyaslayanların yanıt arayışına destek olmak. İki çizgi yılın ilk sekiz ayında benzer bir hareket sergilemiş ama yılın kalanında hareketin benzeyeceğine dair bir sinyal yok.

Peki, benzerliği aramak yerine, farkı arasak? Açıkçası ben bu bakış açısında daha yakınım. 2008 ile 2019 arasında fark olduğunu düşünüyorum. Gelişmiş ülke merkez bankaları faiz indiriyor diye hemen "Bu filmi görmüştük." okumalarına gerek yok. Farkı görmek için de yazarların hazırladığı volatilitite endeksinin iki alt kaleminden yararlandım: politika ile ilgili belirsizlikler ve makro haber akışı ile ilgili

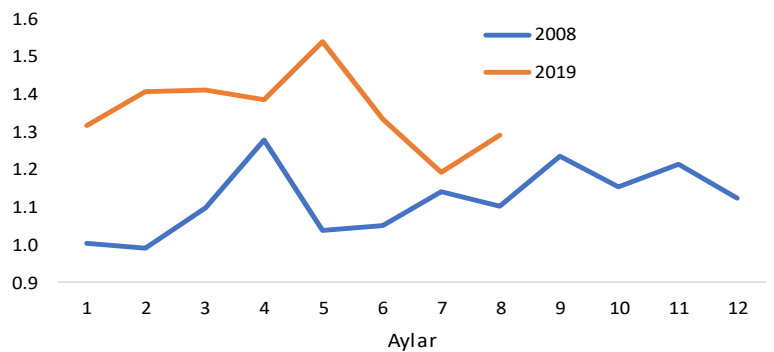


Kaynak: EPU, TSKB Ekonomik Araştırmalar

belirsizlikler. Ana endeksi oluşturmak için konsolide edilen bu iki alt endeksin bazını 2007 sonu olarak güncelledim. Aynı baza getirdiğim endekslerin birbirine oranını aldım. Oranın 1'in üzerinde olması, politika ile ilgili belirsizliklerin daha yüksek olduğuna işaret ediyor.

Benzerlik arayan arkadaşlara başarılar! Ben farkı söylemeyi tercih ederim. Bu kez işler ekonomistlerden değil, daha ziyade politikacılardan kaynaklanıyor. O zaman işi çözecek olan da Powell, Draghi, Carney değil; Trump, Macron, Johnson. Vay bize, vaylar bize!

### Politika ile İlgili Belirsizlikler / Makro Ekonomik Haberlerle İlgili Belirsizlik



Kaynak: EPU, TSKB Ekonomik Araştırmalar

## Kalkınma Günlükleri

### Yeşilin Hangi Tonu?

20 Eylül'de Alman hkmeti, karbon emisyonlarını azaltmak ve iklim krizi ile mücadele etmek için 54 milyar avroluk bir paket açıkladığını duyurdu. Bu planın bir parçası da, Alman hkmetinin yeşil bono çıkarması.

Almanya'nın bu kararı, tam da negatif getirili bonoların piyasa değerindeki yükselişi konuştuğumuz döneme denk geldiği için, "yeşil finans" konusu bir kez daha gündemde üst sıralara yükseldi.

Yeşil finans, sadece borçlanma araçları olarak düşünülmemesi gereken bir alan. Konunun borç verme kısmında yeşil krediler de var. Yeşilin birden fazla tonu olarak düşündüğünde, günlük kullanımın içerisine "sürdürülebilirlik" vb. vurguya sahip finansal araçları dahil etmek de anlamlı olacaktır.

Uluslararası Finans Enstitüsü'nün 12 Eylül tarihli raporundan bazı rakamları paylaşmak isterim:

- ~ Sürdürülebilir borç ihracı, 2018'deki rakamın %30 üzerine çıkararak 2019 içerisinde 350 milyar dolara ulaştı.
- ~ Yeşil tahvil varlığı 500 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.
- ~ Yeşil tahvillerin geldiği seviye bir yükselişe işaret etse de, aslında toplam tahvil havuzunun sadece%0,5'ine eşit.
- ~ Reel sektör firmalarının yeşil tahvil alanındaki etkinlikleri artıyor.
- ~ Velhasıl, mevzu önemli ama küresel olarak biz hâlâ "Yeşil Finans'a Giriş-101" seviyesindeyiz.

Yurtiçinden ve yurtdişından farklı akademisyenlerin uzmanlık alanlarına göre üniteleri paylaşarak hazırladıkları "Handbook of Green Economics" kitabı, yakın zamanda Elsevier tarafından yayınlandı. Ben de bu kitaptaki "Yeşil Finans" nitesini yazma şansına sahip oldum.

TSKB'nin yeşil-sürdürülebilir tahvilinin de bir "iyi örnek" olarak yer aldığı kitabın hazırlık aşamasında, farklı ülke piyasalarından yeşil finans ürünlerini inceleme fırsatı elde ettim. Bu hazırlıklar sırasında derlediklerimden aklımda kalan en önemli noktayı tek cümle ile zetleyeyim: Yeşil finans, bir "rn" değil "süreç"tir.

Bu sürecin içerisine sürdürülebilirlik araçları, iklim bonoları, yeşil krediler, afet bonoları, karbon fiyatlaması gibi yeşilin farklı tonlarını eklemek mümkün. nemli olan prensiplerinin net, raporlamanın şeffaf olması.

Küresel büyüme görünümünün üzerinde kara bulutlar dolaşıyor. Borcu yüksek olan şirketler, borcunu çevirme konusunda zorluklarla karşı karşıya kalacak. Ancak dünya genelinde büyümenin yeniden ayağa kalkması için, bir tur daha "kaldıraç" hikayesi yazılması kaçınılmaz gibi görünüyor.

Kaamadığımız bu borçlanma sürecini bir "aşı" gibi düşünmeye ne dersiniz? Malumunuz aşıda da, aslında savaşmaya çalıştığımız mikrobun küçük bir dozunu vücut ile tanıştıırıp vücudu güçlendirmek amaçlanır. Hadi buradan yürüyelim! Fazla kaldıraç bazıları için virüs ise, yeşil finans da aşı olsun. Maksat çeliğe su vermek!

Dünya genelinde pek çok ülkede reel sektörün kurtulmaya çalıştığı yüksek kaldıraç, büyümede aşağı yönlü riskler nedeniyle tekrar hem dert hem derman olarak karşımıza çıktıysa, bari bünyeyi kuvvetlendirelim. Yeşil finans borlananın riskini düşürücü bir sürecin de başlangıcı olabilir, ne dersiniz?

**Kaynaklar:**

<https://www.policyuncertainty.com/media/Policy%20News%20and%20Stock%20Market%20Volatility.pdf>

<https://www.iif.com/Publications/ID/3557>

<https://www.elsevier.com/books/handbook-of-green-economics/acar/978-0-12-816635-2>

**Yeni Ay'ın Geçmiş Sayılarına Ulaşmak 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.

