



Yeni Ay

Eylül 2024

#75

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

Direktör—Baş Ekonomist

İsviçre Peyniri

Siz yabancı değilsiniz, işin doğrusunu söyleyeyim: arkadaşlarıma başına bela oldum.

Küresel piyasalarda 5 Ağustos'ta yaşanan çalkantıdan sonra, konuyla ilgili soru sormalara doyamıyorum. Aldığım her yanıt yine yeni yeniden "Peki ama bu dediğin neden olmuş o halde?" diye sormama vesile oluyor. Bu kısmı uzatmayacağım, 2 sayfa sonra daha detaylı yazdım ama sebep ile semptomu fena halde karıştırdığımızı düşünüyorum. Dahası, bu kafa karışıklığımız devam ederse, benzer şokları yaşama ihtimalimizin de artacağına inanıyorum.

ABD Doları / Japon Yeni pozisyonları kapandığı için sallanmadık muhteremler. Sallantının gerçek nedenini anlamak için, "Neden kapandı?", "Neden şimdi kapandı?" sorularını da sormak gerekli. Biz sadece düdüklü tencerenin basıncının çıkışını izledik. Bu basıncın neden birikmesine izin verdik, daha ne kadar var? Bunları sormuyoruz.

Bloomberg köşe yazarlarından John Authers da benim gibi ikna olmayanlardan. Japonya Merkez Bankası'nın açıklamaları, ABD'de çelişkili gelen veriler, biriken döviz pozisyonları... Hepsinin üst üste gelmesini "İsviçre Peyniri Modeli" ile açıklıyor Authers. Bu delikli peynirden üç dilim kesin ve üst üste koyun. Deliklerin denk gelmesi ve içinden kürdan geçirebilmemizin olasılığı sizce kaçır? Bilmiyorum ama düşük! Ya da şöyle söyleyeyim, düşüktü. Delikleri büyütüp kürdanı incelttiyseniz bu olasılık artar. Küresel likiditeyi bollaştırıp risk farkındalığını azalttıysanız -ki hepsini yaptık-, olasılık artmayacak da ne yapacak? John Authers gibi İsviçre Peyniri mi dersiniz yoksa bizim "Dokuz ayın son çarşambası bir araya gelmiş." benzetmemizi mi tercih edersiniz, bilemem. Tek bildiğim, bu sallantıların tekrarı olabilir.

O halde hazırlıklı olmak her zamankinden daha önemli. Mevzuyu, bir İsviçre peynirinin deliğinden çıkıp gidebilecek küresel likiditeye bağlamamak daha da önemli. Küresel rüzgarlar yelkenleri doldurmaya yetmediğinde (ya da tam tersine fazla doldurup yelkeni yırtma riski taşıdığına), yelkenle değil, motorla, gerekirse kürekle yola devam edebilmeliyiz. İşte tam olarak böyle bir dönemde açıklanacak olan Orta Vadeli Program'ın (OVP) önemi bence çok yüksek. Hadi gelin rutin tabloların dışında, sanayi politikası (Bknz. Yeni Ay #73) ve sosyal dönüşüm vurguları (Bknz. Yeni Ay #74) da olan bir program açıklayalım. Adını da OVP+ koyalım. Artısı peşinden gelir, merak etmeyin!

~ 3 Eylül, TÜFE-ÜFE

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

~ 9 Eylül, Eğitim—Öğretim Dönemi Başlıyor

Öğretmen çocuğu, daimi öğrenci, veli ve iktisatçı olarak daha önemli bir tarih seçemiyorum!

~ 12 Eylül, Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Bir maniniz yoksa, indirim bekleriz.

~ 18 Eylül, Fed Para Politikası Kurulu Kararı

Bir maniniz yoksa, sizi de bekleriz!

~ 19 Eylül, TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

Pas. Temkin devam lütfen. Kasım vadeli pas atmaya gerek var mı? Yok!

Yeni Ay
Eylül 2024

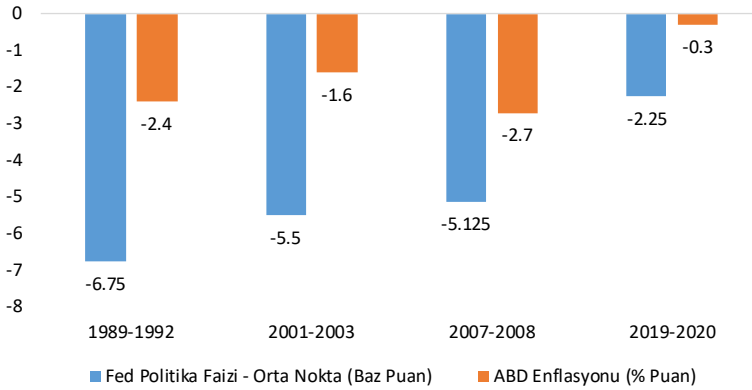


Paralel Park

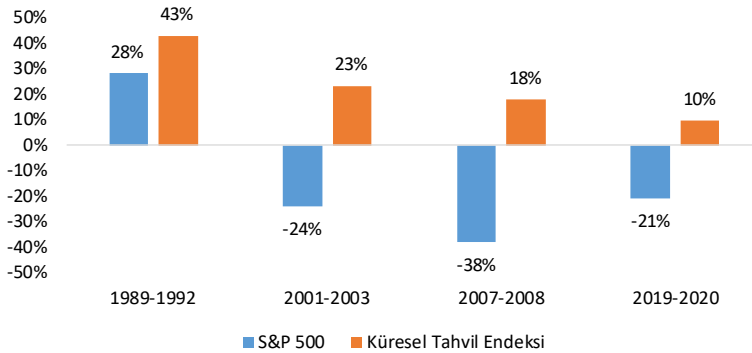
Başlığı “paralel park” diye attım ama darılmaca, güvenmece ve darlamaca olmasın lütfen, “Bağyan şoför” espilerine açık değilim.

Fakat tabi girişi böyle yapınca, neden bu başlığı seştiğimi de hemen açıklamakta fayda var. Muhteremler, çok uzun süredir sosyal medyada bile metrekareye yirmi tane merkez bankası başkanı düşmesinin şaşkınlığını yaşadığım malumunuz. Dünyanın dört bir yanından insanların Fed Başkanı Powell’a “Araştırmanı öneririm.” demeye getirdiği bir noktaya nasıl ulaştığı bilmiyorum. Yanlış anlama olmasın ben merkez bankalarının her zaman, her yerde doğruyu yaptığını ima etmiyorum. Böyle bir düşünce olsa yüksek lisanstan beri -yani yirmi yıldan fazla bir süredir- neden para politikası okuyayım, değil mi? Lakin şunu da anlamak gerekiyor ki, merkez bankalarındaki iktisatçılar genellikle bizim mesleğin A-takımıdır, boş oturmamaktadırlar ve çok zor bir işle uğraşmaktadırlar. Velhasıl, bir arabayı iki ağacın ya da iki farklı vasitanın arasına paralel park ederken bile 40 kere ayna kontrol eden, stres olan bizler, merkez bankalarının ülke ekonomisini potansiyel büyüme ile enflasyon hedefi arasına yerleştirmesinin çok kolay olacağını neden ve nasıl düşünabiliyoruz, şaşıyorum.

ABD Faiz İndirim Dönemleri, Değişimler



ABD Faiz İndirim Dönemleri, Değişimler, % Değişim



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #75

Muhteremler, Fed faiz indirimi gemiyi sallayabilir, doğrudur. Fed yanlış bir şey yapacağı için değil yahu. Bu iş (yukarıda tarif ettiğim ekonominin paralel parkı mevzusu), kolay bir iş olmadığı için. Üstelik ekonomilerde arka park sensörü de her zaman kusursuz çalışmaz. Arabanıza sarılın:)

Ama yine de gelin, daha önce bu paralel park sırasında neler olmuş birlikte bakalım. Yandaki grafiklerde -BIS’in 2018 çalışmasından esinle-, 4 farklı faiz indirim dönemini ele aldım. Sonucusu hariç, hepsi de kuvvetli faiz indirimleri. Görüyoruz ki, faiz inerken enflasyon da düşüyor bir yandan. Faiz indirimiyle birlikte, enflasyonda sıçrama bekleyenlere duyurulur.

Öte yandan, son üç indirimde ABD hisse senedi endeksi S&P’nin gerilediği, küresel tahvil piyasalarının ise yükseldiği görölüyor. Tam kitaba göre tepki, oh ne ala!

Bu sefer bu kadar kitaba göre gitmeyebiliriz. Ama yine de ABD’de hisse senetleri piyasası her düştüğünde korkmamayı, tekniğin tek analiz çeşidi olmadığını hatırlamak için güzel bir gün!

Yeni Ay Eylül 2024



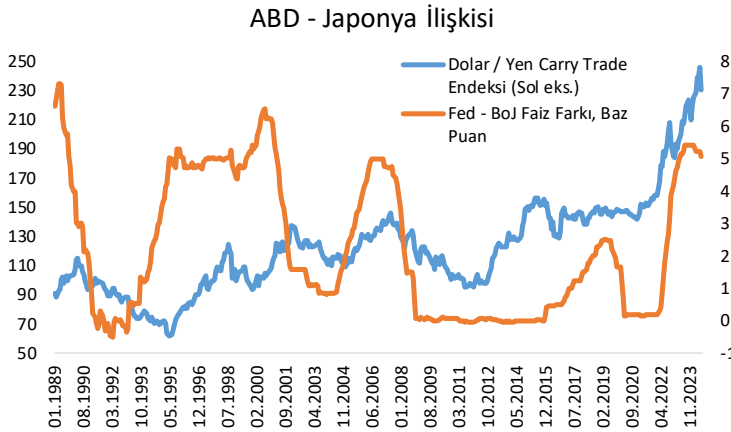
Nokia Âni

En başta da söylediğim gibi arkadaşlarıma başına bela oldum, çünkü 5 Ağustos küresel çalkantısı ile ilgili açıklamalarda takıldığım bir nokta var. Sebep ile semptomu karıştırıyoruz gibi geliyor bazen. Yani "5 Ağustos'ta ne oldu da piyasalar çöktü?" sorusunu sorduğumda aldığım "Çünkü ABD/Japon Yeni faiz arbitrajı (carry trade) pozisyonları kapandı." yanıtı içimi soğutmuyor.

Okurlar arasında yalın üretim teknikleri ile ilgilenen muhteremler varsa "5 Neden, 2 Nasıl" meselesine aşınadır. Bir konunun gerçek nedenini anlamak için tek bir kez neden diye sormak yeterli değil. Örneğin, ABD Doları / Japon Yeni'ndeki pozisyonları için, "E peki pozisyonlar neden kapanmış?" diye sormaya devam etmek gerek.

Bu soruya da "ABD—Japonya faiz farkı kapanacağı için." diye bir yanıt verilecektir. Ancak ilk grafikte de görüleceği üzere, biz bu faiz farkını ilk defa görmüyoruz muhteremler. Daha önce faiz farkı bu seviyelerde (hatta daha yukarıda) olmuş ama faiz arbitrajı pozisyonları bu hacimde olmamış. Hay Allah, yoksa konunun tam sebebi bu faiz farkı değil mi? Belki tetikleyicisi / kolaylaştırıcısı olabilir ama tam gerekçesi değilse, nedenini araştırmaya devam etmemiz gerek.

Sözü uzatmadan girişteki İsviçre Peyniri atfında kaldığım yerden devam edeyim. Muhteremler, 2008'den bu

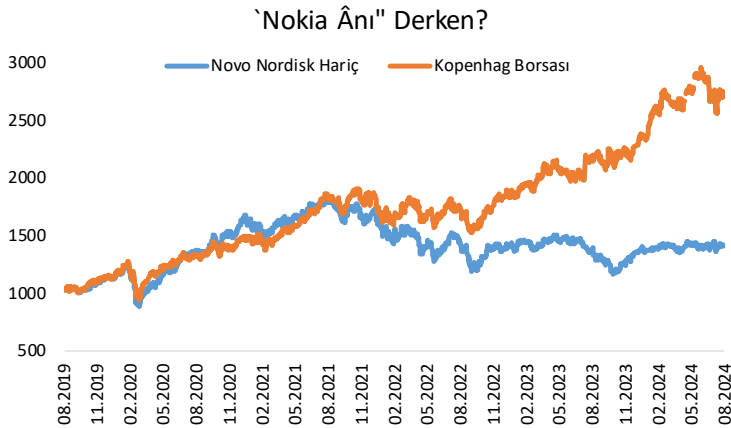


yana ağırlıklı olarak finansal varlıklara giden ve pek çok kusuru örterek risk algısını anlamsız hale getirecek kadar fazla olan likidite, bize "aşırını finansallaşma" durumunda olduğumuzu söylüyor olabilir mi? Olabilir, olabilir... Hatta öyle.

Böyle zamanlarda, pozisyonlar büyük olur. E o halde, yükseliş de keskin olur, düşüş de. Ama piyasamız kazanın doğurduğuna inandığı halde, ölebileceğine inanmadığı için baş ağrısı fazla oluyor.

Peki risk devam mı? Hem de fazlasıyla. Tek bir noktaya odaklanarak, klasik risk prosedürlerini atlamanın bizi getireceği yer yeni bir Nokia Âni'dir. Elimizde de bunu yaratabilecek araçlar bolca mevcut. Örneğin ikinci grafik, Danimarka hisse senetleri endeksinin şahlanışını gösteriyor. Ama tek bir hisseyi endeksten çıkarınca o şahlanan performanstan eser kalmıyor.

Doğrudan para politikasından etkilenmeyen, patent vb motivasyonlarla büyüyen teknoloji hisseleri de bolca var. Kötü demiyorum ama fiyatlamaları mantıklı mı? Bilmiyorum. Bakmak gerek. Aman siz siz olun, klasik risk bakışından fazla uzağa düşmeyin.



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #75

Kalkınma Günlükleri

Dakika ve Skor Alabilir Miyiz?

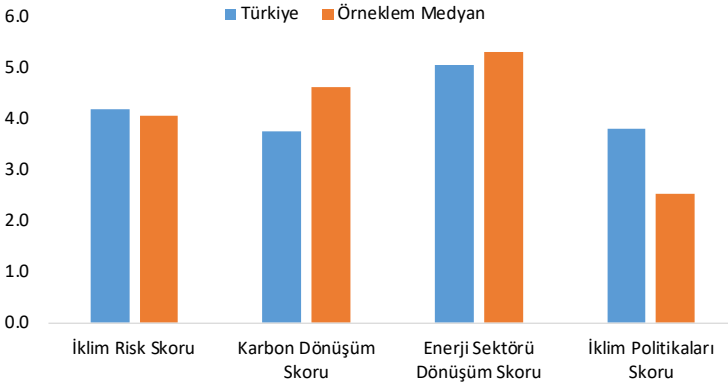
İklim krizi ile mücadeleyi makro yapısal, piyasa ve kalkınma perspektifinden konuşma işi sizinle aramızda epey eski. Malumunuz burada bam teli olan pek çok konu var bizim için; misal iklim adaleti. Biz kimiz? Kalkınma bankaları iktisatçıları; yani "Geride kimseyi bırakmayacağız!" diyenler.

Geride kimseyi bırakmamak zor iş muhteremler. Çünkü aynı noktada buluşmak için durup beklemek de bir seçenek. Ama bizim söylemek istediğimiz elbette ki bu değil. Biz, ilerlemenin beraber olmasından, sadece eşitlik değil denklikten, geride kalanların açıklarının kapanmasından, ya da kimsenin geride kalmasına izin verilmemesinden bahsediyoruz. Bu da elbette, atılan her adımın etkisini sorgulamamıza neden oluyor.

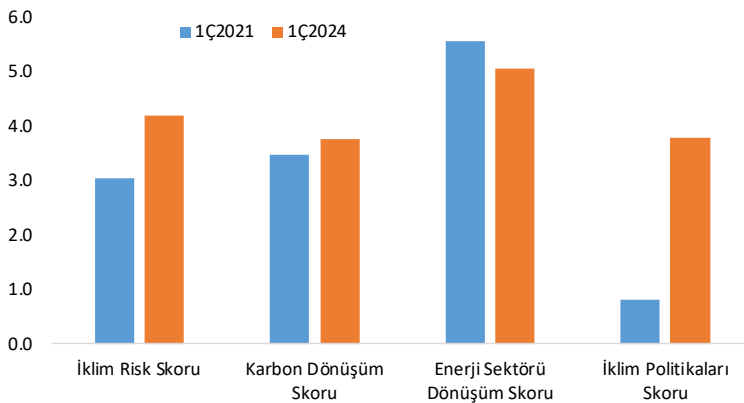
Bu girişi yapmam da sebepsiz değil. Dünya Bankası'nın Kasım 2023 tarihli bir çalışması, dünya genelindeki 4500 iklim politikası adımına karşı, küresel karbonsuzlaşma hedeflerinden ne kadar uzak olduğumuzu anlatıyor.

Yani ya iklim politikalarımızın sayısı yetersiz ya da mevzu sayı değil, etkinlik. Maalesef muhteremler, Dünya Bankası bize durumun ikincisi olduğunu söylüyor. Politika tasarımı, politika senkronizasyonu, süreçler ve yönetim başarı için iklim politikası sayısından daha önemli.

1Ç2024 Skorları



Türkiye İklim Notları



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #75

O nedenle dönüp ne durumdayız diye bakmak önemli. İklim krizi ile mücadelenin popüler olması, bu konuda düzenlemelerin yapılması yeterli mi? Göreceli durumumuz nedir?

Sormuşken yanıtı giriş de yapayım isterim. Birinci grafik, Türkiye'nin İklim Risk Skoru'nu ve üç ilintili başlığı, 2024'ün birinci çeyreği itibariyle 100'den fazla ülkenin olduğu bir örneklemin medyanı ile kıyaslıyor (Notun yüksek olması iyi bir gösterge). İkinci grafik ise 3 sene farkla, bu dört başlıkta Türkiye'nin skorundaki değişimi gösteriyor.

Açıktır ki, iklim politikalarında önemli adımlar atmışız. Ancak örneğin enerji dönüşümündeki notun düşüşü beni şaşırttı. Ekonomik Araştırmalar'daki arkadaşlarım daha yakından bakacak ama ben hemen notun içeriğini söyleyeyim: Bir ülkenin enerji sektörünün karbonsuzlaşması konusunda kat ettiği mesafe ve geleceğe dair planları.

İklim politikası yapmak iyi ama sahada somut sonuç görmek ve göreceli durumu takip etmek daha da iyi. Grafiklerin bize bir mesajı var. Alalım.

Referanslar

~ Report | Within Reach: Navigating the Political Economy of Decarbonization (worldbank.org)

Yeni Ay'ın Geçmiş Sayılarına Ulaşmak 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 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

2024 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.

