



Yeni Ay

Eylül 2025

#87

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

Direktör—Başekonomist

Yaş, Baş, Taş

Yeni Ay'ı yazarken bir telefon geldi. Arayan kişi Londra'dan veri sağlayıcı bir şirketin satış temsilcisi idi. Makroekonomik istatistikler sağlayan platformunu tanıtmak istiyordu. Tanıtımı da ağırlıklı olarak ABD Merkez Bankası Fed'e dair haber ve veri akışı üzerinden yapmak istedi. Benim dinlemekte isteksiz olduğumu anlayınca, temel olarak hangi veri ile ilgilendiğimi sordu. O an anladım ki "Nerelisin?" sorusundan sonra (Öğretmen çocukları beni iyi anlar.), benim için en zor soru bu.

Hangi veri ile mi ilgileniyorum? Bu soruya belki de şöyle yanıt vermem gerekirdi:

Hangi veri ile ilgilenmiyorum ki canım muhterem! Takip ettiklerimi ne sen sor ne ben söyleyeyim. Intel'deki %10'luk hisse devriyle çok ilgileniyorum örneğin. Artık milli güvenlik endişeleri üzerinden yürütülecek bir sanayi ve teknoloji politikası olacaksa dünyada—ki bence bu yeterince konuşulmuyor—hazırlıklı olmamız gerek çünkü. Romanya'da rüzgar enerjisine dair alınan son veto kararıyla ilgileniyorum. Yenilenebilir enerji yatırımlarında bir eğilim değişikliği olacak mı anlamam gerek çünkü. Türkiye'deki yatırımcıların da çok ilgi gösterdiği stablecoin konusunda Nobel ödüllü iktisatçı Jean Tirole'ün uyarılarını takip ediyorum. Orman yangınlarıyla, doğal afetlerle, hisse senetleri endeksleriyle ve yapay zekanın beğenmediği işler ile ilgileniyorum. Hepsinden etkileniyorum, etkileniyoruz çünkü...

İktisatçılık, hayatın her alanına dokunan sinir uçlarıyla çok başka bir hale dönüşürken, yaşamak, hayata karışmak ve ekonomiyi modellemek arasındaki ince çizgi de daha önemli hale geliyor. Dün yeni bir dönemdi, bugün daha da yeni bir dönem. Bu işin sonu yok. Gürültüyle veri arasındaki farkı bilmenin önem kazandığı, bilginin görüşten önce gelmesi gerektiği, sözün illa ki hareketle birleştirilmeye ihtiyaç duyduğu bir dönem.

Yaş kemale erince, akıl da **baş**a geliyor, veri akışlarına karşı daha sakin duruyorsun, doğrudur. Lakin dünya ekonomisinden başımıza düşen **taş**lar azalmıyor da küçülmüyor da. Yaş, baş, taş... yola devam muhteremler!

~ 3 Eylül, TÜFE-ÜFE

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

~ 11 Eylül, TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

İndirim beklentimiz devam.

~ 11 Eylül, Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Yapısal makro ile piyasa performansı ayrışıyor. Merkez Bankası ne yapsın?

~ 17 Eylül, Fed Para Politikası Kurulu Kararı

Biz de indirim bekliyoruz.

~ 18 Eylül, İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Kararı değil ama genel ekonomik değerlendirmeyi merak ediyorum. (Yine)

Yeni Ay Eylül 2025



Çayda Dem, Tahvilde Kıdem Dönemi Bitti Mi?

Uzun zamandır Yunanistan hakkında yazmayı düşünüyordum. Aslında bir süredir fırsat buldukça oradaki iyileşmeden bahsediyordum ama yakın zamanda okuduğum bir yazıdan sonra Yeni Ay'ın bu sayısında inceden bir girizgah yapmanın doğru olacağına karar verdim.

Konumuz elbette önce tahvil-bono. Doğrudur, doğal ortamına bırakılmış bir Burcu Ünüvar illa ki getiri eğrisine bakar ama bu sefer farklı bir şey yapacağım ve aynı vade için ülke getirilerini kıyaslayacağım. Getiri eğrisini de daha geniş bir zamanda konuşuruz.

Zaman hızlı geçiyor, ne yaşadığımızı birilerinin bize hatırlatması gerekiyor bazen. O kişi ben olayım izninizle. 2010'da 10 yıl vadeli Yunanistan tahvili alsaydınız, %12,5 faizi vardı. Aynı dönemde toplam borcunun milli gelirine oranı daha yüksek olan Almanya tahvilini ise %3 faizle alabiliyordunuz.

Taksimetre 2010'da kapanmadı elbette. 2011-2012 döneminde Avrupa Birliği (AB) mali sıkıntılarla boğuşuyordu. 2 Mart 2012'de Yunanistan 10 yıllık devlet tahvilinin faizi %33,7 idi. O tarihte örneğin Almanya'nın ve Fransa'nın aynı vadedeki getirisi sırasıyla %1,8 ve %2,8 idi. Velhasıl muhteremler, AB tahvil piyasaları ciddi bir hiyerarşi ile işliyordu.

Bugün mü? Ben susayım sayılar konuşsun. İlk grafikteki 6 ülkenin 10 yıllık devlet tahvillerinin getirileri arasında fark, geçmişle kıyasladığımızda neredeyse kalmamış.

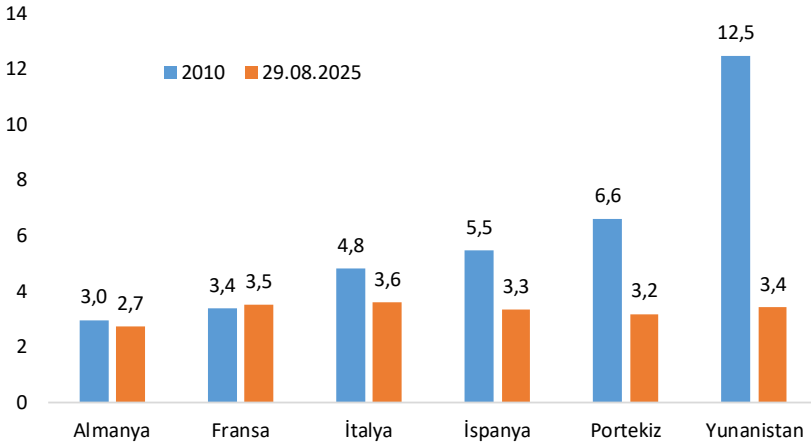
Bugün mü? Ben susayım sayılar konuşsun. İlk grafikteki 6 ülkenin 10 yıllık devlet tahvillerinin getirileri arasında fark, geçmişle kıyasladığımızda neredeyse kalmamış.

Hadi gelin bir dönem aralarında 30 yüzde puan fark olan Almanya ve Yunanistan tahvillerini kıyaslayalım. Ağustos sonu itibarıyla fark 70 baz puan. Bu kıyası Fransa ile yaparsam, Yunanistan'ın faizinin daha düşük olduğunu göreceğim.

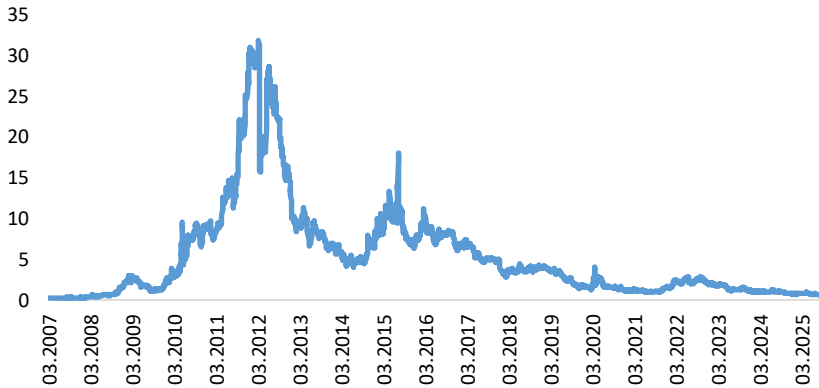
Buradan bakarsak, yatırımcı açısından bu ülkelerin 10 yıllık görünümünde artık bir fark kalmadığını söyleyebilir miyiz? Bilemem. Ama merkez bankalarının faiz indirimleriyle aşağı çektiği "faiz platosu"na bir de bu gözle bakmak gerektiğini söyleyebilirim: O faiz platosunun seviyesini etkileyen tek şey merkez bankaları değil, ülkelerin yapılarının zaman içerisindeki değişimi de.

Enflasyon önemli elbette, lakin hiyerarşinin azaldığı Avrupa'da yatırımcı büyüme arayacak. Rekabet artacak! AB'ye ihracat yapan tanıdık ülke varsa duyurulur!

10 Yıllık Devlet Tahvili Faizi, %



Almanya-Yunanistan 10 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Farkı, % Puan



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #87

Yeni Ay Eylül 2025



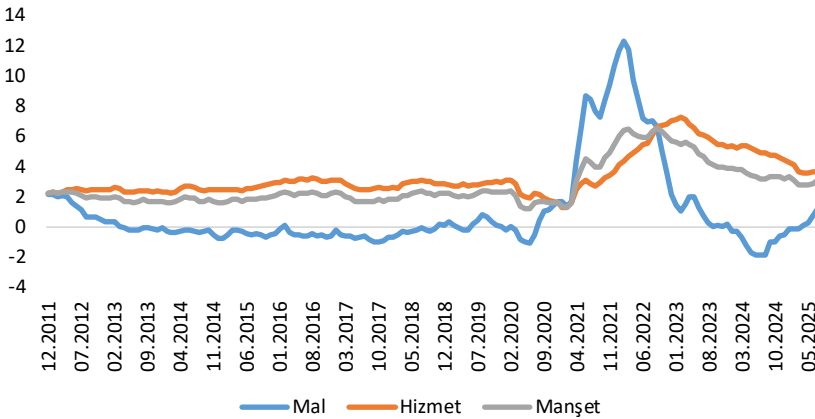
Para Politikasında Manifest Çalışmaz

Muhteremler, para politikası tasarımında beklentileri anlamak da şekillendirmek de çok önemlidir. Bu tespiti, tartışmayacağım bir noktaya bırakıp devam edeyim izninizle. Bundan sonra söyleyeceklerimin beklenti yönetimi ile karıştırılmaması için bu açıklama ile başladım söze.

ABD'deki para politikasını çok yakından takip ediyoruz, değil mi? Haber akışı hem canlı hem ilginç. Kim kime ne dedi, neden dedi? Lakin aslında para politikasını takip etmek tam olarak böyle bir şey değil. Önce ilgili merkez bankasının görev tanımına bakarak başlarız işe. Sonra o görev tanımına ulaşmakta nerede olduğuna ve nerede olmasını beklediğimize... Hah işte, şimdi sıra geldi para politikasını konuşmaya.

1977'de yayımlanan bir düzenlemede ABD Merkez Bankası Fed'e 3 görev tanımlanır—ki bunlar hala internet sayfasında da yazar. Maksimum istihdam, fiyat istikrarı ve makul (moderate) uzun vadeli faizleri sağlamak Fed'in görev tanımıdır. Tastamam üç madde. Lakin 3. maddeyi gerçekleştirmek için zaten fiyat istikrarı gerektiğinden, Fed'in çifte görev tanımına sahip olduğunu söyleriz.

Çekirdek Enflasyonda Yıllık Değişim, %



Bu girizgahı, fiyat istikrarının Fed için “yan görev” olmadığını hatırlatmak için yaptım. Elbette 1929 Buhranı'nın travmasını atamamış bir Fed, büyümedeki zayıflığa dayanamayacaktır. Biz de tam bu sebeple 2025 içinde Fed'den faiz indirimi beklentimizi sene başından bu yana koruduk.

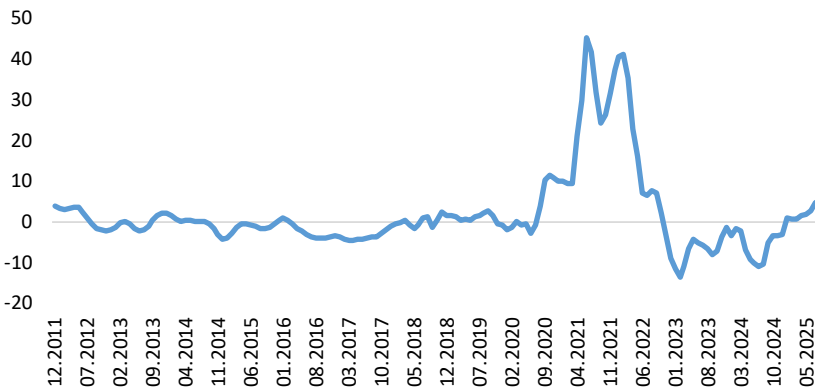
Bu arada Powell da zaten faiz indirimi-ne karşı bir başkan değil. Sadece bunu yapacağı zamana kendisi karar vermek istiyor. Kararın da iktisadi temellere dayanmasını istiyor.

Ekonomide zayıflama belirtileri, faiz indirimi için alan açıyor. Ancak enflasyona hiç bakmadan yürünebilecek bir alan bence yok. Çekirdek göstergelerin mevcut seviyeleri uygun ama yukarı yönlü bir baskı gelmeyeceğinden emin olmanız gerek. Emin misiniz?

Tarifelerin doğrudan etkilediği kalemler düşündüğünüzden iyi gidiyor olabilir. Ya dolaylı etkilenenler? Maç henüz bitmedi ki.

Evrene gönderdiğiniz pozitif enerji, parasal aktarım mekanizmasına girmiyor muhteremler. Acı (mı bilmem) ama gerçek! O nedenle Fed'in enflasyona bakmaya devam etmesi iyidir, yeridir, gereklidir.

Kullanılmış Araba ve Kamyon Fiyatları
Endeksindeki Yıllık Değişim, %



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #87

Kalkınma Günlükleri

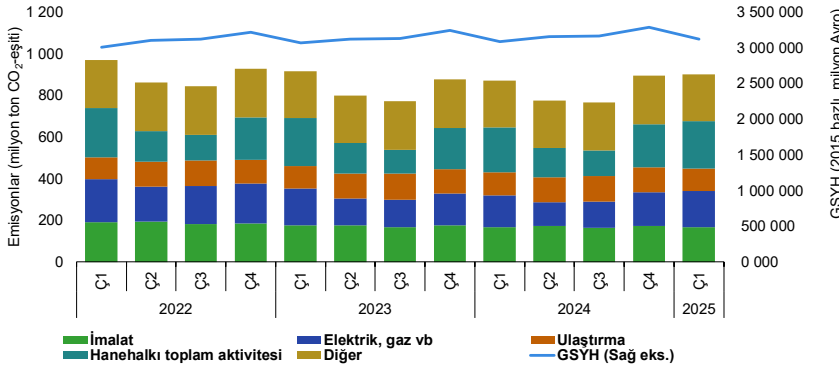
Margaret Hale'a Bin Selam

Elizabeth Gaskell'in 1855'te yayımlanan romanı Kuzey ve Güney, çok aklıma geliyor bu aralar. Romanın ana karakteri Margaret Hale, endüstrileşen Milton'a taşındıktan sonra büyük bir mutsuzluk yaşar. Bir pamuk fabrikası üzerinden anlatılan hikayede, Hale'in gözünde sanayi kir, hastalık ve adaletsizlik ile özdeşleşmiş durumdadır. Kendisinin çocukluğunu geçirdiği güneydeki Helstone ise sanayisi olmayan ama doğası zengin bir yer olarak tasvir edilir.

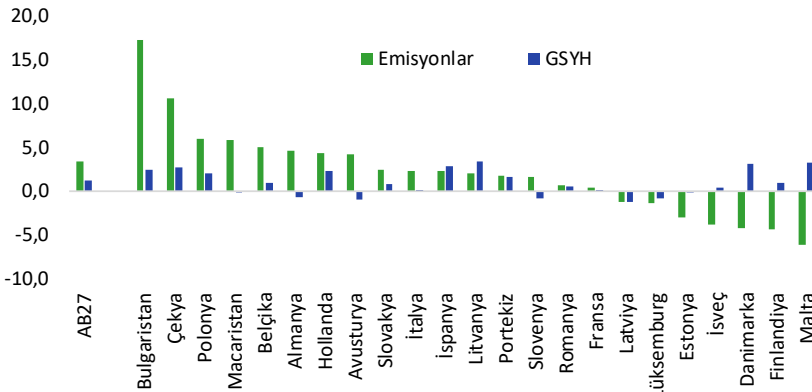
Roman boyunca hep bu çatışmayı okuruz zaten. Güney ve Kuzey arasındaki zıtlık, kişiyi seçim yapmaya zorlar. Doğa mı, sanayi mi? İşçi mi, zenginlik mi? Romanın 2004'te ekrana uyarlanan versiyonu bu zıtlıkları pek yumuşak geçer, roman daha tokat gibidir. İktisat tarihi dersini aldıktan sonra bu romanı okuyan genç Ünüvar'ın "Bu böyle olmak zorunda değil!" diye içlendiğini dün gibi hatırlıyorum.

Ve aslında hala böyle düşünüyorum: Sanayi büyümesi, doğayla çelişmek zorunda değil. İş yaratımı da, adil olmayan bir iş ortamını beraberinde getirmek zorunda değil. Bir kalkınma bankası iktisatçısı olarak bunları hep yazıp söylediğim, somut önerilerimi de hep bu çerçevede verdiğim malumunuz. Bugün de farklı değil. Lakin yazıya bu kadar duygusal başlamam AB'nin ilk çeyrek emisyon verilerini görmemden kaynaklanıyor.

AB için Emisyon ve GSYH, 1Ç2022-1Ç2025



Emisyonların ve GSYH'nin Yıllık Büyüme Hızı, 1Ç2025, %



Kaynak: Eurostat, TSKB Yeni Ay #86

25 Mayıs'ta Financial Times'ta yayınlanan bir yazı, AB'nin 2030 iklim hedefleri ile uyumlu ilerlediğini duyuruyordu mutlulukla. 2 Temmuz'da, yine FT uluslararası rekabetin baskısıyla iklim krizi ile mücadele hedeflerini gevşetebileceğini yazıyordu. Haydaaaa!

Veriler ise ilk çeyrekte yıllık %1,2'lik yükseliş kaydeden AB ekonomisinde emisyonların %3,4 arttığını gösteriyor. 4 ülke (İsveç, Danimarka, Finlandiya, Malta), GSYH büyümesini emisyonlarını azaltarak sağlamış. Buna karşın Almanya, Avusturya ve Macaristan'da gerileyen GSYH'ye karşın emisyonlar artmış. Bulgaristan ve Çekya, emisyonlarını sırasıyla %17,4 ve %10,7 artırmışlar, zirvedeler. Yunanistan da %5,9 artış ile 5. sırada.

Öncelikle Margaret Hale'e bir selam gönderelim ve temiz üretimin mümkün olduğunun altını çizelim (Hanehalkı meselesini ayrıca konuşuruz.). Büyüme, gezegene de işçiye de düşman olmak zorunda değil. Bir selamı da AB'ye iletelim. Birlik içinde bile emisyon azaltımı eşit içselleştirilmemiş. Komşulardan önce üyelere mi baksanız acaba?

Referanslar:

- ~ https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Quarterly_greenhouse_gas_emissions_in_the_EU&stable=1
- ~ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>
- ~ <https://www.ft.com/content/4abde860-5977-43f4-8d94-8bd3f013931b>
- ~ <https://www.ft.com/content/47ada854-9a94-4528-b916-f9926cf4ec42>

Yeni Ay'ın Geçmiř 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

