



Yeni Ay

Mayıs 2023

#59

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

Mümkün Değil Ama Olası

Detayların efendisi, gerekçeli metodun olmasa bile metotlu gerekçenin temsilcisi Sherlock Holmes'u Yeni Ay'da anmanın zamanı da bu sayıymış meğer. Holmes'u "düşünce treni" diye nitelendirdiği ve birbirine bağlı kompartımanlar misali hareket ederek ilerleyen çıkarım teknikleri nedeniyle (de) elbet pek severiz. Ben şahsen kendisi bugün yaşasa, iyi bir gelişmekte olan ülke (GOÜ) ekonomisti olacağını da düşünüyorum. Bunun için gerekli olan çelik gibi sinir ve daha önemlisi eleme yöntemi ile sonuca ulaşma yeteneği kendisinde epeyce gelişmiş durumda.

Eldeki veriler yeterli olmadığında (Biz GOÜ ekonomistleri bu duyguyu pek iyi biliriz.), Holmes imkansız olan şıkları elemeye başlar. Kalanları da kendi içinde sıralarken "Mümkün ama olası değil." cümlesini sıklıkla kullandığını görürüz. Küresel ekonomide belirsizliklerin yüksek olduğu dönemlerden geçtik/geçiyoruz. O nedenle, Holmes'un bu cümlesini ben de kendi düşünce yapımda bir eleme aracı olarak kullandığımı itiraf etmeliyim. Ya şimdi?

Yakın zamanda dünya ekonomisindeki veri akışının seyrini sevmediğim doğrudur. Henüz ana senaryo içine rüzgarın dönüşünü koymadık. Siz de koymayınız. Ama risklerin arttığını da bilmek gerek. Küresel ekonomide sorunlar çözümlenerek değil birikerek ilerliyor. Para politikasının etkilerinin genişleme ve daralma dönemlerinde asimetrik olduğunu biliyoruz. IMF de son raporunda utangaç bir şekilde buna vurgu yapmış: Senkronize faiz artırımları, genişleyici maliye politika adımlarının kesilmesi ile birleştiğinde, tahminimizden yıkıcı olabilir.

Yaşadığımız şey politika belirsizliği değil "kırılma noktası" mı? Son 100 yıllık dönemde, ABD için %60 hisse senedi + %40 tahvil & bono portföyünün, iki bacadan da eksi getiri verdiği sadece 4 sene olmuş: 1931; İngiltere'nin Altın Standart'tan çıktığı yıl. 1941; ABD'nin 2. Dünya Savaşı'na girdiği yıl. 1969, dünyada enflasyon dengelerinin bozulduğu yıl. Veeee bir deeeee 2022. Öyle az bulunan bir yıldan geçmişiz yani muhteremler! Bunu biz mi idrak edelim, yoksa bizden sonrakiler yazsın da öyle mi öğrenelim?

Blackrock ile Vanguard, %60-%40 stratejisi konusunda birbirlerine ters açıklamalar yapıyorlar. Bir yandan da küresel portföylerde hisse senetleri ağırlıkları azaltılıyor, bölgesel ve sektörel ayrışmalar artıyor. Elinde sermaye olsa bir dert olmasa bir dert. Bunun nedeni senaryo analizinin bile giderek zorlaştığı sisli bir dönemden geçiyor olmamız. Holmes'un "Mümkün ama olası değil." senaryoları bitti, "Mümkün değil ama olası." senaryoları konuşmaya başladık. Efendim? Oksimoron mu? Teşekkür ederim muhteremler! Ben de tam olarak bunu söylüyorum. Vakit var gibi ama zaman dar, sermaye çok gibi ama likidite az. Söylemesi benden, dikkat etmesi sizden!

~ 3 Mayıs, TÜFE—ÜFE

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

~ 3 Mayıs, ABD Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Yarım iş olmaz, son çiviye çak bence Fed!

~ 14 Mayıs, Cumhurbaşkanlığı ve 28. Dönem Milletvekili Genel Seçimi

Türkiye sandık başına.

Yeni Ay Mayıs 2023



Bir Dakika! Bence Bunu Yeterince Konuşmadık!

IMF'nin Nisan'da yayınladığı Küresel Ekonomik Görünüm raporunu yeterince konuşmadık gibi geliyor bana muhteremler, ne dersiniz? Bu raporun laneti, okuyanların genellikle sadece tahminlere odaklanması. Maalesef bence en zayıf noktası da tahmin kısmı aslında. Bu tarz büyük raporların—hazırlayan kim olursa olsun— büyük araçlar gibi direksiyonu genişten almak zorunda olması normal. Farklı grupların üzerinde aylarca çalıştığı bu büyüklükteki raporların tahminleri elbette son anda değiş(e)miyor. Ancak veriler bu ara çok hareketli olduğu için bu yavaşlık da bize uyumuyor. Velhasıl, IMF'nin yıllık raporlarında tahminler biraz geriden gelebiliyor. Ne gam! Bekleriz Ekim'e kadar. IMF yeniler tahminlerini. E ama yine aynı şey! O nedenle tahminlere değil, tahminlerdeki orta vadeli değişime bakarız. Senaryoların verilerdeki değişime verdiği tepkiye bakarız. Bir de görece daha son dakika yazılabilen kutulara bakarız. E ver-

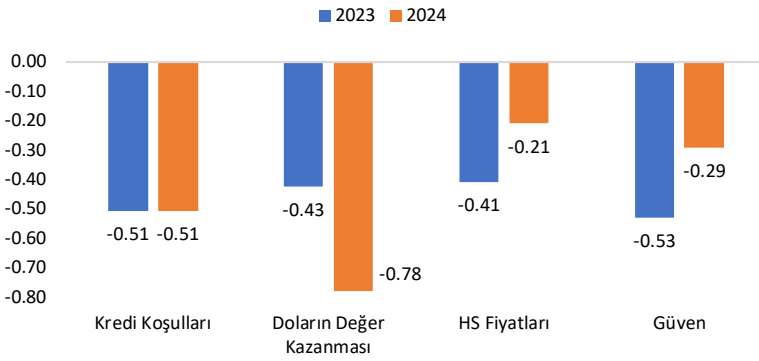
mediğim rapor okuma sırrım kalmadığına göre, Yeni Ay'a devam edebiliriz!

IMF'nin Nisan raporu güzeldi (Her raporlarını eşit beğenmiyorum.). Verilerle oynama imkanı da verdi, ne yönde dönülebileceğinin sinyalini de.

Yandaki grafik gözüme ilk takıldı diyebilirim. Rapor zaten büyüme üzerindeki risklerin aşağı yönlü olduğunu söylemelere doyamıyorum. Ama bir de işler hangi başlıklarda ters gidebilir ve etkisi ne olabilir diye bakmış. 4 değişken üzerinde çalışmışlar, sonra da o değişkenlerin etkilerini hesaplamışlar. Çin hariç gelişmekte olan ülkeler için, bu dört başlıkta işler ters giderse büyüme üzerindeki aşağı yönlü etkinin ne olacağını görebiliyoruz (Grafik-1). Bazılarının etkisi size az gelmiş olabilir. Hemen ekleyeyim, bunlar genelde tek başına olmaz zaten. Biri geldi mi diğerleri de gelir. Toplama bakın.

şimdi o halde gelişmekte olan ülkelerde ekonomi programı (Bakın ekonomi politikası demedim, program diyorum.) hazırlayacaklar, yandaki 4 soruya yanıt verse pek iyi olur. Gemi sallayacaksa eğer; sermaye çekmek zor olacak, varlık piyasaları finansal istikrarsızlığı tetikleyebilecek. Yerel para biriminin değer kaybetmesi politika seğeneklerini sınırlayabilecek ve istikrar arayışı artabilecek. Zor mu? Zor! Kaçış var mı? Programınıza bağlı!

GSYH'ye Etkisi, Baz Senaryodan Sapma, % Puan
(Gelişmekte Olan Ülkeler - Çin Hariç)



Kaynak: IMF, TSKB Ekonomik Araştırmalar



Kaynak: TSKB Ekonomik Araştırmalar

Yeni Ay Mayıs 2023



Hayırdır Almanya?

Mevsimlik alerjilerin artırdığı öksürük, baş ağrısı, bunların türevi yorgunluk, illa ki çocukların okullarından itinayla taşıyıp benim güvenli (!?!) bağıışıklık sistemime teslim ettikleri virüsler... Bitmiyor, bitmiyor... İşte bu ahval ve şerait altında, geçen hafta istedim ki Yeni Ay'ı önceden bitireyim, hafta sonu da dinleneyim. Konuları seçtim, ilgili grafiklerim hazırda, epey de iyi ilerliyordum ki...

...Bilgisayarımdaki veri ekranından bir ses geldi: Beni yaz! Yanlış duydum diye düşündüm ama değil. Duymamış gibi de yapamam, bir sonraki aya da bırakamam, ne de olsa tez canlılığım malumunuz. E o halde buyursunlar efendim, tatil hesabımı bozan verilere!

Aslında mevzu iki haberle başladı. 25 Nisan'da Almanya'da inşaat siparişlerinin **beklentilerden keskin** düştüğü haberi geldi. 28 Nisan'da da bu kez Almanya'da enflasyonun **beklentilerin altında** kaldığını okuduk. Bu tarz bir durum genellikle ne zaman karşımıza çıkar? En sevdiğim yanıt geliyor: Para politikası yapıcı sahadaysa ve beklentiler henüz tam şekillenmediyse... (Konuyla neden ilgilendiğim çok mu belli oluyor?)

Bir merkez bankası, enflasyonla mücadele için sahaya indiyse, aktivitede ve siparişlerde bir yavaşlama oldu-

ğunda değil olmadığında endişelenmemiz gerekir, değil mi? E enflasyon da düşüyormuş zaten. Her ikisinin beklentilerden keskin olması da sorun değil bu arada. Şu anda aktarım mekanizmasının veri üzerindeki etkisini ölçmekte özel sektör geriden gelebilir, "uyum" sağlayacak daha o beklentiler, öyle diyor okuduğumuz kitaplar.

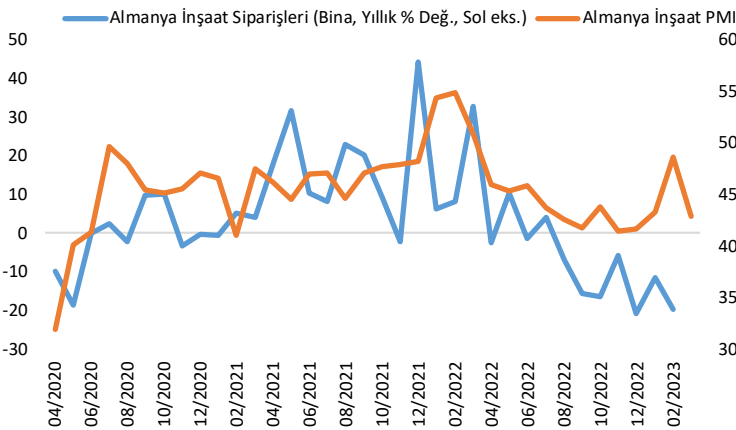
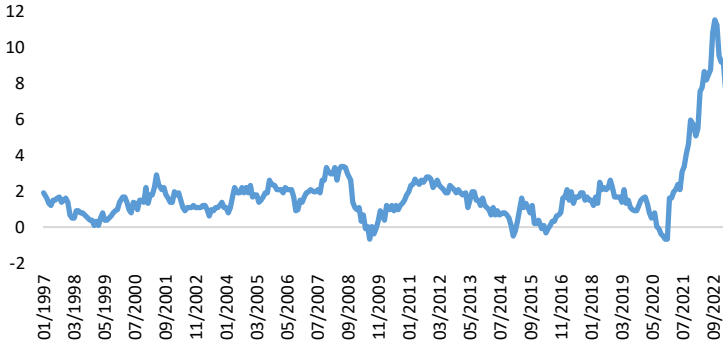
Peki o halde mevzu ne Ünüvar?

1. AB'nin çoklu yapısı işi zorlaştırıyor. Almanya ekonomisinin Avrupa Merkez Bankası'na (AMB) verdiği sinyali maalesef Fransa ve İtalya doğrulamıyor.

2. İş zorlaştırmak şartmış gibi, Almanya'nın sanayi üretimi ve fabrika siparişleri bu görünümü desteklemiyor. Hatta 2023 büyüme tahminleri iyileşiyor.

Almanya tarafında bir miktar daha rahatım. Maliye politikası kullanma gücü var. 2-3 ay içerisinde resim belli olur. Ancak AMB, ülkelerarası farklılıklar için ne yapacak? Kısa vadede içeride enflasyona bakacak, orta vadede dışarıda Fed'in başarılı olup olmadığına! Bu işler tek başına zor be Lagarde Başkan! Senin yanına 26 Nisan kararlarından daha iyisini yazacak maliye bakanları lazım! Yoksa sen de zorlanırsın biz de!

Almanya Tüketici Enflasyonu - Harmonize Endeks,
Yıllık % Değişim



Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Kalkınma Günükleri

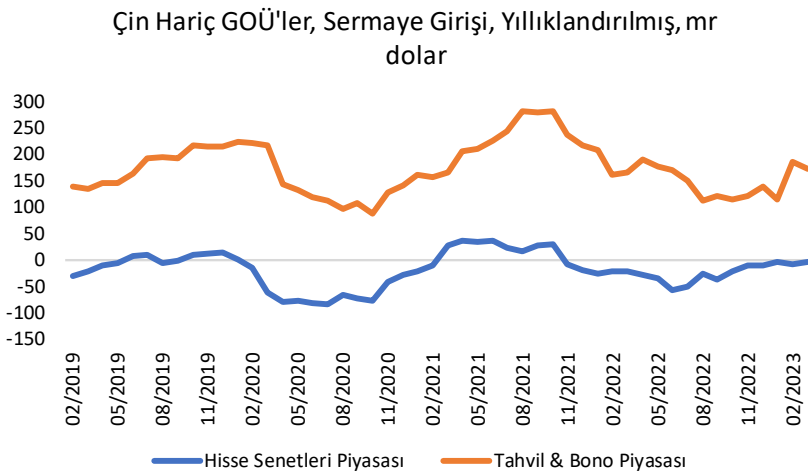
Kalkınma Mı Piyasa Mı?

Yeni Ay'a piyasalarla başladık, piyasalarla bitirelim mi? Yakışır!

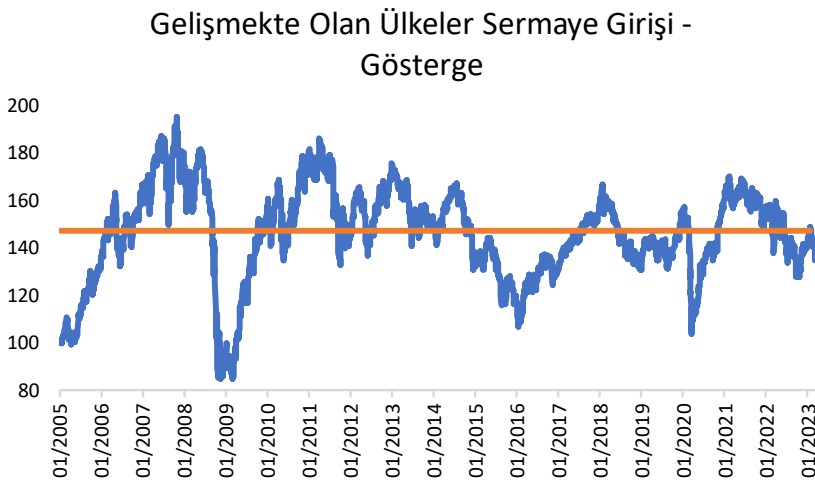
Düşünce treni tıngır mıngır ilerliyor, her bir kompartıman aslında bizi bütüne yaklaştırıyor. Gelin ilk sayfadan buraya, geldiğimiz noktayı bir daha gözden geçirelim. Dünya ekonomisinde sıkıntılı bir zamandan geçiyoruz. Bu iş, büyüme zayıflıyor, enflasyon istenilenden daha yavaş düşüyor meselesinden daha keskin sonuçlar doğurabilir. Varlık piyasalarındaki huzursuzluk; fiyatların yeni bir platoya oturması, gelişmiş ülkelerle-gelişmekte olan ülkeler arası dağılımın bir miktar değişmesi ile çözülecekse sorun yok. Bu da geçer, neler neler geçmedi ki!

Ancak bunun daha keskini de olabilir (Minsky Anı demedim, Minsky Anı demedim. N'olur Minsky Anı demeyim, demeyeyim!). Endişe ettiğim şeyin ne olduğunu yazacağım ama gelin vaziyet-i umumiye bir bakalım.

Çin hariç gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri ne olmuş diye 2019'dan bu yana baktığımızda, hisse senetleri piyasasının son derece zayıf olduğunu görüyoruz. Tahvil-bono tarafı daha hareketli olmakla birlikte orada da miktarın son 2 yılda gerilediği açık.



Kaynak: IIF, TSKB Ekonomik Araştırmalar



Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar (Turuncu çizgi medyanı göstermektedir.)

Bloomberg tarafından hesaplanan ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin bir göstergesi olan endeks de (Grafik-2) bu resmi doğruluyor. Yakın dönemdeki hareket 2008 Krizi'nden önce başladığımız serinin medyanının altında.

Bu durum piyasadaki değişen hava durumu ile uyumlu. Pek çok büyük yatırım bankası hisse senetlerinden çıkarken, sabit getirili kıymetlerde de ağırlık azaltıyorlar. Belirsizlik, nakit ve emtianın payını artırıyor.

Peki Burcu, Yeni Ay'ın "Kalkınma Günükleri" başlıklı bölümünde sen bize neden sermaye piyasaları anlatıyorsun? Çünkü yeşil finans konusunu artık yeşil ürünlerin tanıtımı ve yeşil yatırım açığı sohbetinden çıkartmanın zamanı geldi. Konvansiyonel piyasalar değişirken, yeşil piyasalar değişmeyecek mi? Hisse senetlerinden çıkan fonlar, yeşil hisselerden çıkmayacak mı? İklim krizi, yeşil finansal araçları, emtia ve nakit benzeri güvenli bir liman yapmaya yetecek bir hikaye mi?

Bilmiyorum belki öyledir, belki değildir. Düşünmek gerek. Bunun için de, kalkınmanın içinde piyasa konuşmak gerek. Yeni Ay bunun için var! Hürmetlerimle arz ederim.

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

2023 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.

