



# Yeni Ay

Ocak 2025

#79

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

Direktör—Baş Ekonomist

## 2025'te Ne Olmayacak?

*Buyursunlar efendim 2025'in ilk iş gününe!*

*Bir yandan "Nasıl yedik koca 2024'ü!" duygusu, diğer yandan yepyeni bir yılın belirsizliği, heyecanı. Malumunuz, geçen gün ömürden! Kaçış da yok, yazıyor taksimetre! Yılları piyasalar üzerinden okumaya kalkanlar için, bir yıl dört mevsimden çok daha fazlası. Bu yıl da yine öyle olacak. Şüphemiz olmasın.*

*Ben yine başlığı "Ne Olmayacak?" diye attım, adet yerini bulsun. Ama biliyorsunuz böyle söylememin nedenleri var. Sosyal medyada metrekareye yüz tane dünya ekonomisi uzmanı, bin tane Fed başkanı düşünüyor. Bilgi ile gürültü arasındaki fark silikleşiyor. Böyle bir durumda da ne olacağına değil, ne olmayacağına odaklanmak sesimizi duyurmak için en doğru alan olarak kalıyor.*

Yıllık geleneksel Yeni Ay girişimden sonra, buyurun *başlayalım*:

ABD'de para politikası ve Fed, artık enflasyon ve istihdamı yöneten değil de, sanki Trump belirsizliğini yöneten bir noktaya konumlandırılıyor. Bu; her ne kadar bir merkez bankası için fazla konumlanma olsa da, piyasa fikrini değiştirmeyecek. 2025 zor bir yıl. En kuvvetli noktada yine Fed var. Olivier Blanchard'a atıfla, Trump istediği kadar ileriye gidemeyecek, ticaret savaşları da korktuğumuz kadar kötü olmayacak diye umalım. Baz senaryo için iyi bir nokta.

Avrupa'da siyasi belirsizlik korumacı liderlerin önünü açacak. Sonuçlar siyasi tabloyu en keskin şekilde belki 2025'te değil ama 2027-2028 seçimlerinde mutlaka etkileyecek. Sanayi hamlesini yavaşlatma riski taşıyan bu belirsizlik, Avrupa'yı ticarî ortak arayışına yönlendirebilir. Çin mi, Asya mı? Peki ya biz?

Dolar'daki değer kazancı sene boyu lineer olmayabilir. İkinci yarıyla dikkat. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi seçici devam edecek. Türkiye varlıklarının cazibesi dalgalı bir artış sergileyebilir. Likit portföy yönetimi 2025 için kritik.

Velhasıl muhteremler, aynı anda birbirine ters esen rüzgarlar sıklıkla karşımıza çıkacak. Yani 2025'te ne olmayacak? Çalkantılar bolca görülecek, trend olmayacak, tek hikâyeye dayanan yatırım stratejileri yeterli olmayacak. Ticarete sertlik artacak, centilmenlik olmayacak. Diğer bir deyişle Yeni Ay okumadan geçecek bir ayımız (Öhöm öhöm!) olmayacak, olamayacak!

Haydi bakalım 2025! Buradayız!

### ~ 3 Ocak, TÜFE-ÜFE

Her enflasyon verisi önemli. (Bu cümlem hiç değişmiyor farkında mısınız?). Piyasa faiz indirim gerekçesi arayacak.

### ~ 20-24 Ocak, Davos Zirvesi

Jetler ve kürkler hazır mı?

### ~ 23 Ocak, TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

Faiz indirim seçeneği masada ama belirsizlik yüksek.

### ~ 29 Ocak, Fed Para Politikası Kurulu Kararı

Fed Trump dönemini yönetmek için iyi pozisyon aldı. Yıl geneli indiriminde acelesi yok.

### ~ 30 Ocak, Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Lagarde 2025 gündemini sayarken bence fazla rahat. İndirim gelsin ama temkinli açıklamalar da şart.

Yeni Ay  
Ocak 2025



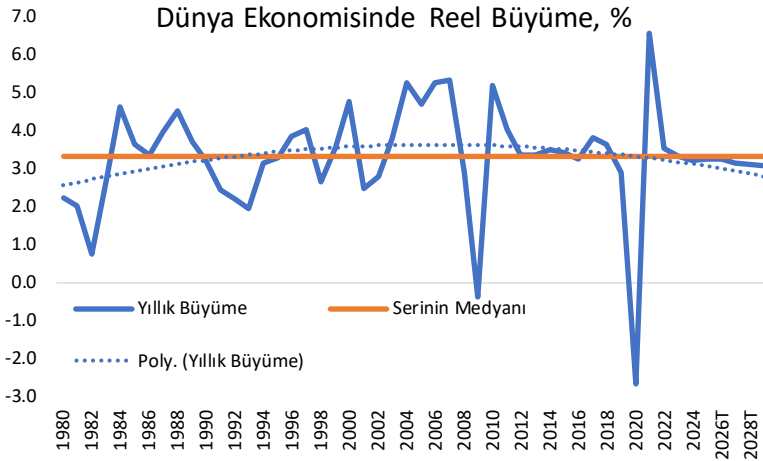
## Abi Siz Neden Hep Tek Ayak Üstünde Duruyorsunuz?

Rıfat Ilgaz'ın ölümsüz eseri Hababam Sınıfı'nın görsel uyarlamasında Tuncay Akça'nın hayat verdiği karakterin ağzından dökülen bir cümledir: Abi siz neden her sabah tek ayak üstünde duruyorsunuz?

Eminim, sahne pek çoğunuzun gözünde canlandı. Ama hemen bir not ekleyeyim. Başlığa bu cümleyi eklerken, kendimi Tuncay Akça'nın tarafında değil de, Hababam'ın tarafında hissediyorum. Yani soruyu sorandan ziyade, soru sorulana yakın duruyorum. Sadece duygusal değil, verisel de bir duruş bu. Arz edeyim:

Konumuz büyüme. Belki hatırlayanlar vardır. Dünyada neredeyse her ülke için potansiyel büyümenin düştüğünü yazmıştım Yeni Ay'ın 77. sayısında. Zaten sanırım bu aralar en çok anlattığım konu bu. İstisnasız her ülkenin merkez bankasının hareketi için kıyamet kopuyor değil mi? "25 baz puan mı, 50 baz puan mı indirecek?". Bu soruya verilen yanıtın, ekonomik büyüme için de kilidi açması bekleniyor. Önemsiz olduğunu iddia edecek değilim elbette. Ama potansiyel büyümedeki kayıp öyle sadece bir merkez bankasının faiz indirimi ile çözülecek iş de değil canım muhteremler. Keşke olsaydı!

Madem benimle bu sene bolca potansiyel büyüme konuşacaksınız (Kaçabilirsiniz ama kurtulamazsınız!), o halde gelin manşet büyüme ile mevzuya giriş yapalım.



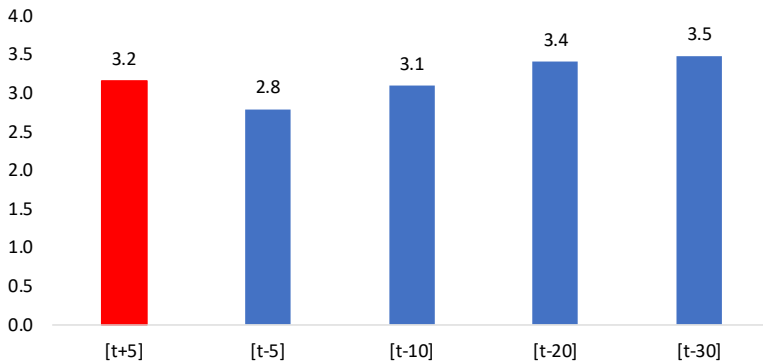
İlk grafikte, 1980'lerden başlayarak dünya ekonomisinin büyümesini gösteriyorum. Potansiyel büyüme değil bu, manşet rakam. Turuncu çizgi serinin medyanını gösteriyor. Grafiğin 2028 tahminlerini de içerdiğini ve [2025-2028] döneminin medyanının altında olduğunun farkında mıyız?

İkinci grafik ise işimizi nasıl bir dünyada yaptığımızı gösteriyor. Bu kez dalgalanmayı göstermek için medyan yerine ortalama kullanıyorum. Bankacılıktan örnek vereyim. Sadece 5 senedir bankacılık yapıyorsanız, işinizi %2,8'lik ortalama dünya büyümesi içinde yapmışsınız. 30 senedir bankacılık yapan biri ise %3,5'luk büyümeyi yönetmiş. Ama bunu yaparken, her beş senede bir düşen ortalamalara şahit olmuş.

Peki ya profesyonel hayatına yeni başlayanlar? Onlar önümüzdeki dönemde 30 yıllık ortalamanın da 20 yıllık ortalamasının da altında bir büyümeye uyum sağlayacaklar. Üstelik bu yeni bir durum da değil. Ama az konuşulan bir durum.

Biri gelip "Abi siz neden hep tek ayak üstünde duruyorsunuz?" diye sorsa da, halimize uyansak. İşimiz var muhteremler! Sadece merkez bankalarının değil, hepimizin! Büyüme meselesini, mesele edelim!

Dönemlere Göre Ortalama Reel Büyüme, Dünya, %



Kaynak: IMF, KEG-10/2024, TSKB Yeni Ay #79

Yeni Ay  
Ocak 2025



### Çin'in Yeni İhraç Ürünü "Deflasyon" Mu Olacak?

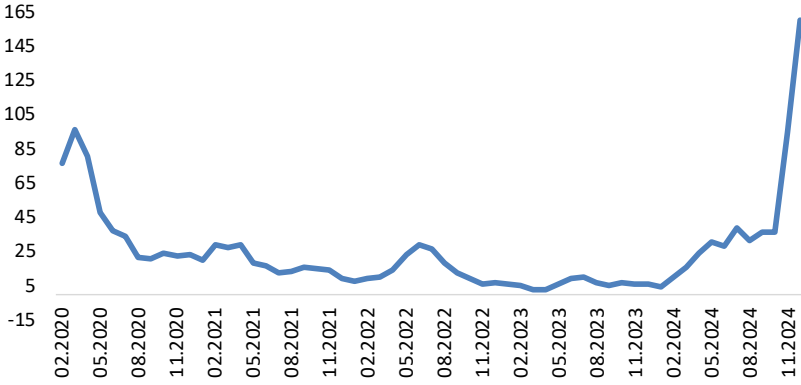
Muhteremler, içime attığım bir gerçeği zor da olsa itiraf etmenin zamanı geldi. Hey gidi temkinli Ünüvar, bunları yazmak da varmış. Neyse vazifedir, yapılacak: Ticaret bariyerlerinin, mutlaka enflasyonist olacağına dair bir bilgimiz yok, deflasyonist de olabilir.

Haydaaa, bu cümle için böyle dramatik bir girişe gerek var mıydı? Vardı tabi; anlatayım: Trump'ın seçilmesiyle birlikte, ticarete korumacılık daha fazla konuşulur oldu; bakınız birinci grafik. İlk tepki de mevzunun enflasyonist yönüne ilişkindi. Ben bu dönemde, bile-isteye sesimi hiç çıkartmadım. Sanırım benim içim şahin. Bir konuya, önce enflasyonist cepheden bakmak ve tedbiri elden bırakmamak, benim doğama daha uygun.

Ancak artık iş ikinci adıma geldi. Madalyonun diğer tarafını konuşmak şart oldu. Ambargolar ve ticaret bariyerleri, belli açılardan ortak noktalara sahip. Bunlarla ilgili elimizde pek çok farklı çalışma bize, tarifelerin etkilerinin farklılaşabileceğini gösteriyor.

Benim bu itirafı yapmama sebep olan şey de, yakın zamanda ticaret bariyerlerinin enflasyonu düşürücü etkisinin

S&P500 Raporlarında "Ticaret Tarifesi" Geçme Adedi



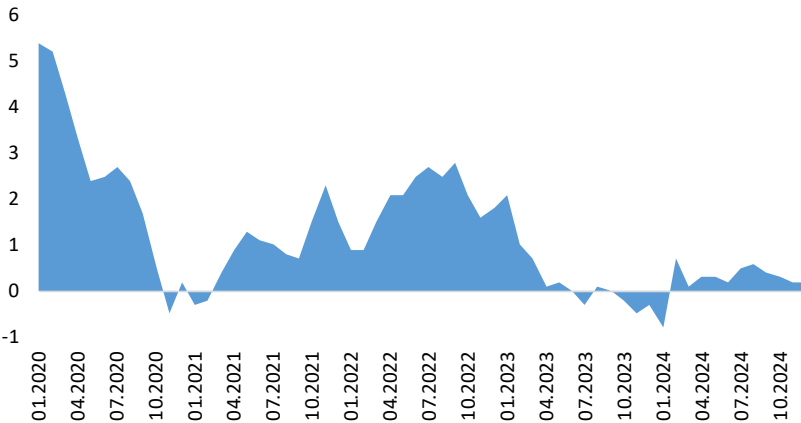
Avrupa Merkez Bankası (AMB) tarafından daha fazla dillendirilmesi. Tabi bu sadece bir olasılık ama gelin kulak verelim söylediklerine:

AMB'den Klaas Knot, ABD'nin başlatacağı olası bir ticaret savaşı sonrasında Çin'in ürünlerini Avrupa'ya indirimli bir şekilde satmasını olası görüyor. Bu da "Çin'in deflasyon ihraç etmesi" olarak tanımlanıyor. Bunu söyleyen sadece Knot değil. İktisatçılığı biraz daha farklı bir ekol olan yine AMB'den Luis de Guindos da ticaret savaşlarının toplam talep üzerinden enflasyonu düşürücü etkisini vurguluyor.

İşte sıkıntı tam da bu muhteremler. İki sosyal medya mesajı, bir açıklama okuyarak fikir sahibi olamayacağımız bir dönemden geçiyoruz. Rüzgarlar aynı anda ters yönden esebilecek. Yolu bulmak için akademik çalışmaların desteği her zamankinden kıymetli.

Ters rüzgarda yelkenin yırtılmaması için pusulayı netleştirmek önemli. Enflasyon ve büyüme belirsizliğine dair risk yüksek ise—ki seviyeyi geçtim yöne dair bile belirsizlik yüksek—tedbirli olmak şarttır. Ülke hikayelerini daha çok sorgulayıp daha çok konuşacağız. Hazırlanalım!

Çin Yıllık TÜFE, %



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #79

## Kalkınma Günüklüğü

### Her Yerdeyiz!

Beşeri sermaye, biz iktisatçıların derslerimizin ilk yıllarından itibaren duyduğumuz ve önemini bildiğimiz bir kavram. Ancak benim konuyu "sosyal sermaye" üzerinden, daha geniş bir şekilde okumaya başlamam maalesef 2023 büyük depremi sonrasında denk geliyor.

Depremden sonra TSKB ekibi olarak, bölgeye gittik. Dönüşte; orada gördüklerimizi ve yapılacaklar için önerilerimizi, kalkınma perspektifinden bir raporda topladım: Deprem Sonrası Dönemi Düşünmek: Kurulacaklar, Kurtarılacaklar, Korunacaklar. (Raporun bağlantısına referanslar kısmından ulaşabilirsiniz.)

O dönem raporu yazarken, dünyanın farklı bölgelerinden afet sonrası toparlanma örneklerini de inceledim. Purdue Üniversitesi'nden Danie Aldrich'in çalışmasına göre, afetlerden sonraki toparlanma, alınan yardımın miktarından ya da tespit edilen zararın büyüklüğünden ziyade, sosyal sermayeye bağlı.

Vatandaşların arasındaki bağı temsil eden sosyal sermaye, uzun vadeli toparlanmanın arkasındaki itici güç olarak karşımıza çıkıyor. O günden bugüne, "Birazadalık" kavramını, bir iktisatçı olarak daha fazla düşünmeye ve anlatmaya çalıştım. Ama yakın dönemde Dünya Bankası'nın bir çalışması ile konu kafamda biraz daha somut projelerle birleşti.

Aşağıdaki şema, sosyal sermayenin nerelerde inşa edildiğini gösteriyor. Çekirdekte aile var, sonrasında onu içine alacak şekilde mahallenin geldiğini görüyoruz. Hepsini kapsayan en üst küme ise, çalışma alanımız yani iş yeri.

Muhteremler! İş yerleri, bizim sosyal sermayeyi oluşturmak için elimizdeki en kapsamlı alan. Finansal kuruluş-

ların, kredi ve finansman faaliyetleriyle, dokundukları her iş yerinde, aslında sosyal sermayeye katkı verebileceğini gösteriyor bu şema. Yani, üzerine almak isteyene, bir sorumluluk veriyor.

Potansiyel büyümenin düştüğü bir dünyadan bahsediyorum ya size. Bu aynı zamanda, pastanın küçüldüğü bir dünya demek. Böyle dönemlerde, kalkınma bankacılarının "geride kimseyi bırakmayacağız" vurgusu çok daha önemli, çok daha anlamlı ve maalesef çok daha gerekli.

Ama önümüze de bakmamız gerekiyor. Bir yandan potansiyel büyümeyi yukarı çekmeye çalışırken, bir yandan sosyal sermayeyi kuvvetlendirmek, en adil geçiş olacaktır. Bunu yapacak olanlar da bizleriz. Çünkü kredilerimizle, aslında her yerdeyiz.



Kaynak: Dünya Bankası, TSKB Yeni Ay #79

**Referanslar:**

- ~ <https://www.tskb.com.tr/uploads/file/deprem-sonrasi-donemi-dusunmek.pdf>
- ~ <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/497f24f25970494317c6a7c78691c852-0080012024/original/1-Norbert-Schady-Human-Capital-Policy-for-Development-ENG.pdf>

**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.

