



Yeni Ay

Şubat 2019

#16

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

Hic Sunt Leones

Tam da ezberleri bölüşmüş, güzel güzel gidiyorduk:

- ~ 2019'un hikayesini FED yazacak
- ~ İtalya kurtulmayacak ama batmayacak da
- ~ AB'de işler kötü gidecek
- ~ Çin çok büyük sıkıntı, yakından izlemek gerek
- ~ Japonya'da işler iyi gitmiyor
- ~ Yılın ilk yarısı veri izleme—bekleme, ikinci yarısı hareket etme zamanı olacak

İçlerinde benim de olduğum ekonomistler, kendi veri okumalarına göre bu cümlelerden bir ya da bir kaçını seçip 2019 hikayesini anlatıyordu son bir iki aydır. Pek de fena bir isabet oranımız olmamakla birlikte, gri alanların üzerinden atladığımız da bir gerçek. Yeni Ay'ın bu sayısı, o gri alanlara dikkat çekmek için yazıldı.

Başlıktaki Latince cümle derdimi anlatmamı sağlayabilir: "Burada aslanlar var!". Orta Çağ'da haritaların bazı yerlerine aslanlar çizilirmiş, o bölgelere daha önce kimsenin gitmediğine ve riskli olabileceğine vurgu yapmak için. İşte tam burası bana çok etkileyici geliyor: daha önce kimsenin gitmediği yerler.

FED'in faiz arttırımına dair sabırlı olacağını söylemesi, AB, Japonya ve Çin'den gelen zayıf sinyaller, küresel sermaye girişlerine ve risk algısına dair bir iyimserlik yaratmaya başladı. Hatta bunun gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için 2008 sonrası hızlı sermaye girişi filminin ikinci perdesi olabileceğini düşünenler de var. Ben açıkçası, aynı filmin ikinci gösterimi olacağına ihtimal vermiyorum. İlla ki uç bir senaryo arıyorsanız buyurun: daha önce kimsenin gitmediği bir yere gidiyor olabiliriz.

GOÜ'lere sermaye girişi başlar yeniden, bir itirazım yok. Ancak bu kez geçmiş döneme göre iki büyük fark olabilir. Sermayenin gözünü kapatıp neredeyse her ülkeye benzer şans tanıdığı dönem bitti, seçici girişler gelir. Fakat bence daha önemlisi, büyüme etkisi çok daha farklı olabilir.

IIF'in yakın dönemdeki bir çalışması, her bir dolarlık borçlanmanın büyüme marjinal katkısının dünya genelinde düştüğünü gösteriyor. "Borçlanıp büyümememe" diye bir şey varsa, koy haritanın o bölgesine bir aslan resmi! FED'in faiz arttırımı konuşulurken, 2008 sonrası para girişini daha fazla yapısal reforma kanalize etmediğimiz için üzülmedik mi? Şimdi yeniden sermaye girişi olacaksa ama bu kez daha kısa sürecekse, nasıl yapalım o reformları? Kısa zamanda hızlı hareket etmek zordur yapısal reform hedeflenirken, çiz bir aslan daha...

Yakın dönemde GOÜ piyasaları yeşillenebilir, faydalanmak gerek elbet. "Bu filmi 2008 sonrası görmüştük" diyenler GOÜ'lere "aslansın, kaplansın" demeye başlarsa, siz benim bahsettiğim aslanları da hatırlarsınız belki: aslan değildir o, aslan olsa duramazsın!

~ 4 Şubat, Enflasyon

Ülke genelinde hava durumu kaynaklı sıkıntılar gıda fiyatlarını olumsuz etkileyebilir. Tamamı Ocak ayı rakamlarına yansımaya olacak olsa da takip etmekte yarar var.

~ 7 Şubat, İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Toplantısı

FED'in küresel risklere işaret eden açıklamalardan sonra bakalım Yaşlı Hanımefendi ne diyecek?

Yeni Ay Şubat 2019



“Aynı” Raporu “Ayrı” Anlama Kılavuzu

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yılda dört kere yayınladığı ve benim gibiler için (dinazor mu?) hâlâ temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu, 30 Ocak'ta yayınlandı. Normalde, raporu kendim dinlemeden/okumadan önce dış yorumlara bakmam. Ancak bu kez bir toplantı nedeniyle maalesef canlı yayını izleyemedim. Bu açığı kapatmak için de masama gelir gelmez raporun piyasada yarattığı etkiyi farklı mecralardan takip etmeye çalıştım. Çok kısa süre içerisinde birbirinden zıt yorumlar görmek beni şaşırttı.

Şunu biliyoruz ki, iktisadi sistem içerisindeki farklı birimler, farklı motivasyon kaynaklarına ve amaç fonksiyonlarına sahip oldukları için iletişim içerisinde de farklı “algıda seçicilik” uygulamaları olabilir. Bu farkı, risk algısı üzerinden ortaya koyduğumuzda, birinin raporda gıda enflasyonunun sabit bırakılmasını eleştirmesini, bir diğerinin ise enflasyonda ikna edici düşüş istenmesini övmesini anlamak kolaylaşır. Zaten bu fark olmasaydı, piyasada satıcıya karşı alıcı olmazdı, değil mi?

Peki bu rapor öznesinde ne düşünmek gerek? Kendi yanıtlımı aşağıdaki tablo ile vermeye çalışayım. Bu benim anlama kılavuzum (yıl içinde, veriler tamamlandııkça, birlikte doldururuz). Raporların aktardığı rakamlara zaman serisi olarak bakmak, benim için faydalı oluyor. Tabloda görüldüğü üzere hedefle gerçekleşme arasındaki makasın açılması, fiyat-lama davranışlardaki bozulmanın öyle kolay geri gelmeyebileceğini gösteriyor. Tahmin bandının ilk kez bu kadar geniş olması, para politikası yapıcısı açısından parasal tercihin temkinli-sıkı olması için epey gerekçe yaratıyor.

Siz şimdi bunun üzerine FED'in son para politikası iletişimini ve bilanço kararını ekleyin. Avrupa'da işlerin iyi gitmediğini, Japonya'nın yine “gevşeme” cümleleri kurduğunu hatırlayın. GOÜ hisselerinden sonra sabit getirili menkul kıymetlere giriş olmasını bekleyen uluslararası yatırım bankalarını da yazın kenara. Kısa vadede iyimserlik geliyor. Orta vadede ise enflasyon yükü baki. Velhasıl ilk sallantıda akla yine düşecektir.

	Enflasyon Tahminleri						ER-I ve ER-IV'teki Enflasyon Tahminlerinin Alt ve Üst Bandı Arasındaki Fark, % puan		
	I Hedef	II Gerçekleşme	II-I	ER-I*	ER-IV*	IV-III	IV-II		
2006	5.0	9.7	4.7	5.5	9.9	4.4	0.2	1.6	1.4
2007	4.0	8.4	4.4	5.1	7.3	2.2	-1.1	3.0	1.2
2008	4.0	10.1	6.1	5.5	11.1	5.6	1.0	2.8	1.2
2009	7.5	6.5	-1.0	6.8	5.5	-1.3	-1.0	2.8	1.0
2010	6.5	6.4	-0.1	6.9	7.5	0.6	1.1	2.8	1.0
2011	5.5	10.4	4.9	5.9	8.3	2.4	-2.1	2.8	1.0
2012	5.0	6.16	1.16	6.5	7.4	0.9	1.24	2.8	1.0
2013	5.0	7.4	2.4	5.3	6.8	1.5	-0.6	2.8	1.0
2014	5.0	8.17	3.17	6.6	8.9	2.3	0.73	2.8	1.0
2015	5.0	8.81	3.81	5.5	7.9	2.4	-0.91	2.8	1.0
2016	5.0	8.53	3.53	7.5	7.5	0	-1.03	2.8	1.0
2017	5.0	11.92	6.92	8.00	9.8	1.8	-2.12	2.8	1.0
2018	5.0	20.3	15.3	7.90	23.5	15.6	3.2	2.8	3.2
2019	5.0			14.60				5.4	

Kaynak: TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Yeni Ay Şubat 2019



FED Mağduruyum!

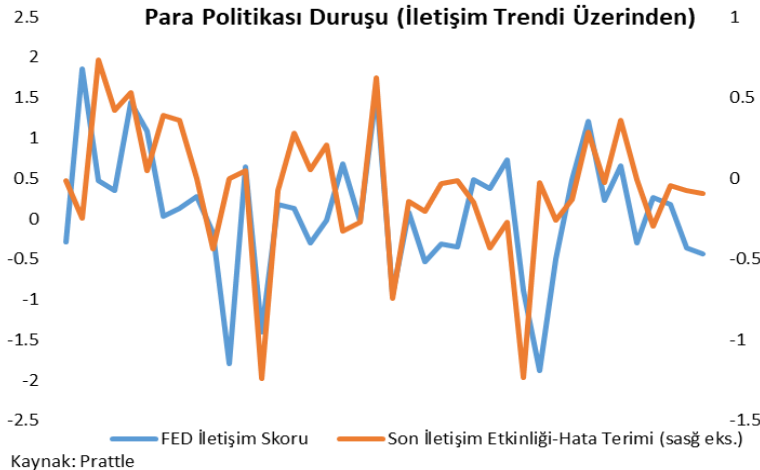
Yeni Ay'ın bu sayısı için 2018 küresel sermaye hareketlerini incelediğim bir yazı hazırlamıştım. Ancak "görülen lüzum" üzerine FED'in kararı hakkında yazmak şart oldu ve bana da sıfırdan iş çıktı. Mağdurum!

Hatırlayın, geçen yıl Kasım-Aralık gibi FED'in parasal sıkılaştırma ile bile bile lades dediğini iddia edenler seslerini yükseltmişti (popüler deyişle "cruising for bruising"). Oysa ortada lades falan yoktu. FED'in iletişimini masaya yatıranlar Ekim'den başlayarak "güvercin" sinyallerin arttığını zaten gösteriyordu (Bknz: Yeni Ay'ın 14. sayısı). 30 Ocak iletişimi de "kısmen" bu değişimin bir sonucu aslında (kısmen dışında kalan yeri de eleştireceğiz elbet, lafım yok!).

Nasıl yani? Dünya aleme "sürpriz" oldu da bir tek bu "FED'in iletişimini çalışanlar" ve "Yeni Ay okuyanlar" mı önceden gördü? Tabi ki, hayır (Yeni Ay okuyanlar kısmı olabilir gerçi!) Ancak yaşanan olgunun para politikasının "veriye bağımlı" doğası ile örtüştüğünü ve iktisatçı ile portföy yöneticisi arasında fark olduğunu da kabul etmek gerek.

ABD'de, federal hükümetin kapanmasının toplam talep koşullarına etkisi göz ardı edilebilir mi? Yıllar önce de bir kapanma olduğunda bunun dikkate alınmadığını söyleyen çıkarsa, o dönemde ABD'nin küresel ticaret savaşının göbeğinde olmadığını hatırlatabiliriz; nitekim ayrılar ayrı yere. Çin ekonomisindeki yavaşlamanın dünya ekonomisine ihraç edeceği belirsizliğin, ABD'nin para politikası kararını etkilememe ihtimali var mı? Draghi, Avrupa için ek gevşeme ihtimalinden bahsetmedi mi? Japonya Merkez Bankası'dan Amamiya "yine gevşeme" seçeneğine atıfta bulunmadı mı?

Bu kadar şeyi basit bir noktaya işaret etmek için saydım. FED'in ilginç bir parasal deney yaptığını söyleyenler oldu. Makro ekonomik verilerde değişiklik olmadığı halde para politikası duruşunun değiştiğini söyleyenler olduğu gibi.



Oysa yukarıda saydıklarım da gösteriyor ki, ekonomik görünümde değişiklik olabileceğine işaret eden faktörler var. O halde FED'in de iletişimi değiştirilmesi son derece makul. Sanırsınız ki FED faiz indirimi yaptı (yapmadı yahu!). İletişim kanalını kullanarak orta vadeli faizlere bir ayar verdi. Bunu yapmak için de ekonomik verilerde keskin değişime gerek yok ve hatta bu değişim geldiyse aslında epey geç kalmışsınız demektir.

"FED, piyasaya boyun eğdi" eleştirisine bakmak şart. Rigobon ve Sack (2003) varlık fiyatlarının para politikasına etkilerini tane tane, güzel güzel anlatırlar; meraklısına... Arada bir beslenme kanalı ol-

ması normaldir, ancak bu kanalın sınırı iyi çizilmezse bu tarz ithamların gelmesi de son derece normaldir. Ah Powell! Bence ortada bir "parasal deney" yok, "şok, şok, şok manevra!" yok (ki varlık fiyatlarının tepkisi bunu doğruluyor). Ortada; artan küresel belirsizliğe karşı orta vadeli faiz platosuna müdahale etmek amacıyla iletişim tepkisi gösteren bir merkez bankası ve o iletişim içerisinde yapılan bazı hatalar var.

Katılıp katılmamak ayrı bir konu ama en azından ders çıkartmak gerek:

- para politikası beklentileri dinamiktir (FED'in nokta tahmin grafiğini dövme yapıp gezmeye gerek yok),
- "veriye bağımlı" ibaresi boş laf değildir,
- 2019'un da "hâlâ" garantisi yoktur.

Kalkınma Günlükleri

İktisatçı'nın İklime Ne İşi Olur?

İktisat eğitimim sırasında (miyop numaram hızla yükselirken) ğrenci etkinliklerinde de görev almaya çalışırdım. Bunlardan bir tanesinde niversitemize konuşmacı olarak gelen Joseph Stiglitz'in (Nobel'li iktisatçı, Dünya Bankası'nın eski baş ekonomisti) konferans organizasyonunda yer almıştım (o dönem zekim olmadığı, olsa da bende o tarz davranışlar bulunmadığı için bunu ispat edemiyorum).

Tabi salon tıklım tıklım dolu, oturacak yer yok, varsa da o yerler bizim gibi asistanlar için değil; ayakta büyük bir heyecanla bekliyoruz Stiglitz'i. Takım elbise ile gelmemiş, kazak giymiş, hatta kazağı biraz yırtık (bu detay o dönem gazetelere de çıkmıştı), "asi ekonomist" diyoruz, daha da heyecanlanıyoruz... Ve konuşması başlıyor...

... "Karbon" diyor... "karbon salımı, emisyon, iklim değişikliği" diyor...

Hayal kırıklığımı dn gibi hatırlıyorum. Oysa ben ondan merkez bankacılık anlatmasını bekliyordum. O dönem çok popüler olan "Dünya Merkez Bankası" konusuna girmesini, ülkeler arası gelir dağılımı adaletsizliğini anlatmasını istiyordum. İktisatçı'nın temel konuları bunlar değil miydi? Benim gibi ağırlıklı olarak "makro ekonomi" derslerini seçerek ilerleyen bir öğrencinin duymak istediği sözcükleri tahmin edebilirsiniz: para politikası, büyüme, gelir dağılımı, küreselleşme, ticaret... O halde bunların yerine "karbon, iklim" vb sözcükleri duyduğum zaman yaşadığım hayal kırıklığını da tahmin edebilirsiniz.

Oysa bu iki sözcük grubu birbiriyle ilintisiz değil. O günden bugüne geçen yıllar içerisinde öğrendim ki, kalkınmanın, büyümenin, refahın, biyosferle bir ilişkisi var. Velhasıl, iktisatçı'nın da iklimle bir derdi var. Net!

W. Nordhaus 1990'lardan başlayarak, geliştirdiği iktisat modellerinin içine iklim değişikliğinin etkilerini de yansıtarak bu konuda nc adımlar attı (Nobel'i de aldı, yakışır!). Çok daha karmaşık açıklamalar elbette yapılabilir, Yeni Ay'ın başka sayılarında o detaylara da gireriz isterseniz ama bence bu kez çok temel bir giriş yapalım: iklim değişikliği, küresel ısınma, bizi hangi basit şekillerde etkiler?

Örneğin, "küresel ısınma tarım sektörünü zedeleyerek gıda enflasyonunu yükseltiyor" desem? Afet riskinin artmasıyla birlikte, risk bölgesinde olan ülkelerde tedarik zinciri riskini yarattığını, bu riskin o ülkelere doğrudan yabancı sermaye girişini olumsuz etkileyerek demeler dengesi krizini tetikleyebileceğini eklesem? Afete açık ülkelerin pek çoğunun düşük gelir grubunda olduğunu ve "afet sonrası maliyetleri karşılayamama-afet sonrası maliyetleri karşılayamadığı için bir sonraki afete hazırlık yapamama" kısır döngüsü içinde olduğunu da belirtsem?

Küresel iklim değişikliğinin, artan karbon salımlarının insan sağlığı üzerindeki olumsuz etkileri de belgelenmiş durumda. Bu olumsuz etkilere karşı, düşük gelir grubunun kırılmalığı doğal olarak çok daha yüksek. İklime değişikliği ile mücadelede geri kaldığımız her gün, gelir grupları arasındaki uçurumun yarattığı sorunlardan birini daha çözmemekte geç kalıyoruz demektir.

Sağlıklı gıdaya erişimi, temiz hava soluma hakkını, daha iyi bir yatırım ortamını, sağlıkta risklerin azaltıldığı bir hayatı kimin için istiyoruz? Yanıtınız "bu gök kubbe altındaki herkes için" ise, iklim sadece iktisatçıların değil sizin de derdiniz demektir. Aynı biyosfer altında daha iyi bir gelecek vaktiyle güzel bir ihtimaldi ve o ihtimal için çalışmaya hla değer!

Kaynaklar:

- ~ Nordhaus, W. D. (1993). Reflections on the economics of climate change. *Journal of economic Perspectives*, 7(4), 11-25.
- ~ Gurkaynak, R. S., Sack, B. P., & Swanson, E. T. (2004). Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements.
- ~ Rigobon, R., & Sack, B. (2003). Measuring the reaction of monetary policy to the stock market. *The quarterly journal of Economics*, 118(2), 639-669.



Ekonomik Araştırmalar arastirma@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO: 81
FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE
T: +90 (212) 334 5041 F: +90 (212) 334 5234

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.

