



# Yeni Ay

Şubat 2020

#28

Burcu ÜNÜVAR | unuvar@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

## Yeşil Kuğu

*Başlıkta bir renk hatası yok. Finansal piyasalarda gerekli gereksiz her cümlemin içinde kullanılan ve kanımca yeterince de eskitilen "Siyah Kuğu" kavramının daha popüler olduğunu biliyorum ama yeni mevzumuz "Yeşil Kuğu".*

*Bu coğrafyada büyümüş bir iktisatçı olarak "Şeker söyle, kaymak söyle, bal söyle." diye gönlümüzden geçeni paylaşabildiğimiz allı turnaları tercih etmekle birlikte, pek de şekerli-balı olmayan bu yeşil kuğu mevzusunu paylaşmayı da boynumun borcu bilirim... Renginden de anlaşılacağı üzere, yeşil kuğu bize iklimle ilgili riskleri hatırlatan bir kavram.*

*Belki bundan üç-dört sene önce iklim kaynaklı sorunların çocuklarımızın ve hatta torunlarımızın başına geleceğini düşünüyorduk. Ama artık biliyoruz ki hadisenin adı iklim riski değil iklim krizi ve bizler de tam olarak bu krizin ortasındayız.*

*Konu yakın zamana kadar sivil toplum kuruluşlarının ya da bir avuç gönüllü ile akademisyenin gündemindeydi. Kapalı kapılar ardına, konferans salonlarına sıkışmıştı. Bugün ise her zamankinden daha fazla hayatımızın içinde. O nedenle finansal piyasalardaki oyuncular ve iktisadi politika yapımcılarının da konuya ilgisinin geometrik olarak arttığını görüyoruz.*

*Yeşil kuğu tanımı da tam bu ilgiden besleniyor. Bir diğer adı ise iklim siyah kuğuları. Çünkü yeşil kuğular da, aynı siyah kuğular gibi risklerin dışı düşer bölgesinde yer alıyor, geçmiş veri gelecek veri için ipucu sağlamıyor ve çok uç değerler gerçekleştirebiliyor.*

*Ama iklim krizinin doğurabileceği risklerin ne kadar çizgi dışı olabileceğini anlatmak için kullandığımız yeşil kuğu tanımının siyah kuğudan ayrıştığı yerler de var. Öncelikle iklimle ilgili katastrofik olayların finansal piyasalardaki krizlerden çok daha ağır sonuçlar doğurması bekleniyor. Diğer bir deyişle, "Gelen gideni, yeşil kuğu siyah kuğuyu aratır!" deniyor. İklim riskini anlama ve yönetmedeki zorlukların, finansal krizleri anlama ve yönetmedeki zorlukların çok daha ötesinde olması da, not edilmesi gereken bir diğer fark.*

*İklim diyorum, kriz diyorum... Umarım karşılığında siz bana "Ama ABD borsaları rekor kırıyor!" demezsiniz. Hayat kısa, kuğular renk değiştiriyor!!!*

### ~ 4 Şubat, Fiyat Gelişmeleri Raporu

TCMB'nin bugün açıkladığı enflasyon rakamlarından sonra detayları konuşmanın tam zamanı!

### ~ 5 Şubat, Avrupa Merkez Bankası Başkanı Lagarde Paris'te Konuşacak

Brexit sonrası mesajlar kadar, para politikası ile maliye politikası ilişkisine dair sözleri de takip edilecek.

### ~ 14 Şubat, TCMB Beklenti Anketi

Enflasyon Raporlarını takip eden Beklenti Anketi sonuçlarını önemserim, not etmek gerektiğini düşünürüm.

### ~ 19 Şubat, TCMB Para Politikası Kurulu Toplantısı

Enflasyon Raporu'nu da, enflasyonu da görmüş bir piyasa için en önemli gündem.

Yeni Ay  
Şubat 2020



### Benim Enflasyon Raporu Okuma Kılavuzum

Bana ‘eski kafalı’ demeyecekseniz eğer, merkez bankalarının ön plana çıkardığı ve ‘temel iletişim aracı’ olarak tanımladıkları bir raporları olması gerektiğini düşünmeye devam ediyorum.

“Dünyada para politikasında yüksek frekanslı iletişim dönemine geçildi, sen hâlâ ne diyorsun!” diye topa girecek arkadaşlarımı uyarmak isterim: temel iletişim aracına işaret etmek, yüksek frekanslı iletişim yapmaya engel değildir. Para Politikası Kurulu açıklamaları, toplantı özetleri, basın toplantıları, sunumlar... Hepsi iletişim aracı olarak çok değerli. Ben de görüyorum FED’in sosyal medya hesaplarından paylaştığı mesajların iletişim etkisini ölçen makaleleri, merak etmeyiniz. Ama bunların hiç biri temel iletişim aracının varlığı ile çelişmez, olsa olsa onu tamamlar.

Benim kafamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) temel iletişim aracı hâlâ Enflasyon Raporu’dur (ER). O nedenle çok önemserim. Biraz abartarak söyleyeyim, yazarlar ne kadar hazırlanıyorsa okur olarak ben de o kadar hazırlanırım.

Raporu okumanın da bir tekniği olduğunu düşünürüm. Bu teknikten kastım kesinlikle doğrudan gidip enflasyon tahminlerine bakmak değil. Onlar elbette çok önemli ama o tahminlere giderken politika yapıcının kafasında ne olduğunu anlamak daha önemli değil mi? TCMB’nin ne düşündüğünü anlamaya çalışırken, benim ne düşünmemi istediğini de tahmin etmeye çalışırım. Örneğin, TCMB’nin rapora koyduğu kutuları çok önemserim. Oradaki çalışmaları bir teknisyen olarak takip etmek görevim. Ama TCMB’nin neden detaylı olarak o başlıkları okumamı tercih ettiğini anlamaya çalışmak da bence kesinlikle üzerinde emek harcanması gereken bir nokta.

Yeni Ay’ın yayınlanma tarihi nedeniyle, bu detayları sizinle konuşmak için geç kalıyorum. Fakat bir de kendim için yaptığım tablo var ki, onu paylaşmak için geç değil. Hem piyasanın en sevdiği konu olan tahminleri içinde barındırıyor, hem de yıl sonunda boşluk doldurma imkanı veriyor. 2021 başında tekrar konuşalım mı?

	Enflasyon Tahminleri							ER-I ve ER-IV'teki Enflasyon Tahminlerinin Alt ve Üst Band Arasındaki Fark, % puan	
	I Hedef	II Gerçekleşme	II-I	ER-I* III	ER-IV* 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	1.2	6.5	7.4	0.9	1.2	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	3.2	6.6	8.9	2.3	0.7	2.8	1.0
2015	5.0	8.81	3.8	5.5	7.9	2.4	-0.9	2.8	1.0
2016	5.0	8.53	3.5	7.5	7.5	0.0	-1.0	2.8	1.0
2017	5.0	11.92	6.9	8.0	9.8	1.8	-2.1	2.8	1.0
2018	5.0	20.3	15.3	7.9	23.5	15.6	3.2	2.8	3.2
2019	5.0	11.84	6.8	14.6	12	-2.6	0.2	5.4	1.6
2020	5.0			8.2				4.0	

Kaynak: TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar, \* Orta nokta tahminler

## Yeni Ay Şubat 2020



### Bu Borç Kimin Borcu?

Bu borç meselesi benim kafamı çok karıştırıyor. Merkez bankalarının para politikası kararları üzerinden küresel faiz platosunu aşağı çektiiği ve pek çok ÷lkede gösterge kıymetlerin tahminlerimin çok altında seviyelere geldiği gerçeğini yadsımıyorum. Bu nedenle dünya ekonomisinde borcun milli gelire oranının 2019'un üçüncü çeyreği itibariyle tarihi rekor seviye kabul edilen %322'ye geldiğini neden řu an kimsenin risk faktörü olarak fiyatlamadığını da sormuyorum. Benim sorum daha ziyade ne zaman fiyatlanacağına dair. Çünkü gün gelecek ve fiyatlanacak.

Hadi 2019'un üçüncü çeyreği itibariyle (3Ç2019) bazı rakamları not edelim:

- ~ Dünya ekonomisinde toplam borç 253 trilyon dolar seviyesine ulaştı.
- ~ Gelişmekte olan ÷lkelerin borcu 72 trilyon doları geçti. Bu seviye, gelişmekte olan ÷lkelerin toplam milli gelirinin %223'üne eşit.

	Hanehalkı		Finans Dışı Kesim		Kamu		Finansal Kesim		Toplam	
(trln dolar)	3Ç2018	3Ç2019	3Ç2018	3Ç2019	3Ç2018	3Ç2019	3Ç2018	3Ç2019	3Ç2018	3Ç2019
Gelişmiş Piyasalar	34	34.3	42.5	43.1	50.4	52.5	50.1	50.2	177.0	180.1
Gelişen Piyasalar	11.8	13.2	28.9	31.3	14.8	16.7	10.6	11.3	66.1	72.5
Toplam	45.8	47.5	71.4	74.4	65.2	69.2	60.7	61.5	243.1	252.6

Kaynak: IIF, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 13 Ocak'ta Küresel Borç Monitörü Raporu'nu yayınladı. Yeni Ay okurları bu rapora aşına, çünkü sıklıkla atıfta bulunmayı tercih ediyorum. Ocak ayındaki raporu da oldukça ilginç buldum.

IIF, mevcut düşük faiz ortamıyla birlikte, 2020'nin ilk çeyreği sonunda küresel borcun 257 trilyon doları geçmesini bekliyor. Borçtaki artışın temel kaynağı olarak ise finans dışı kesim gösteriliyor.

Reel sektör borcunun milli gelire oranının kritik olduğu gelişmiş ÷lkeler arasında Kanada, Fransa, Singapur, İsveç, İsviçre ve ABD geliyor. Belçika, Finlandiya, Fransa, Lübnan, Yeni Zelanda, Nijerya, Norveç, İsveç ve İsviçre'de, hanehalkı borcunun milli gelire oranı tarihi rekor seviyelere ulaşmış durumda.

IIF, kamu borcunu da büyüteç altına yatırıyor. Finansal sektör haricindeki borcun %60'ının kamuya ait teşebbüslerden kaynaklanıyor olması ilginç bir nokta. Güney Afrika için bu oran %85 iken, Türkiye'deki seviye %20.

Hızlı bir piyasa refleksi borcun miktarı, milli gelire oranı ve olası borç çevirme riskleri üzerine yoğunlaşacaktır ve haklıdır da. Ama hadi Yeni Ay'ın bir kalkınma bankası yayını olduğunu hatırlayalım ve yükselen borçla ilgili diğer riskleri de not edelim.

Yüksek borç seviyeleri, ÷lkelerin Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri'ne yapacakları yatırımları yavaşlatma riski taşıyor. 2030'a kadar bu alanda 42 trilyon dolarlık yatırım ihtiyacı olduğu tahmin ediliyor. Bir yandan da Çin'in Bir Yol—Bir Kuşak projesi gibi karbon ayak izi yüksek projeler tüm dünyada hız kesmeden devam ediyor. İklim dostu yatırımların önceliklendirilme ihtiyacı borç dengelerini etkiliyor. Bunları da konuşmak gerek!

Borç meselesini isterseniz bir yatırım bankacısı gözüyle piyasa etkileri ile düşünün, isterseniz kalkınma bankası iktisatçısı olarak orta vadeli değerlendirin, ortada bir sorun olduğu açık. Fiyatlanmaması da sorun, fiyatlanması da!

## Kalkınma Günlükleri

### Merkez Bankacılığın Rengi Olur Mu?

İklim değişikliğinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki etkileri giderek daha fazla konuşulur oldu. İklime bağlı risklerin gıda ve enerji fiyatları üzerinden fiyat istikrarını tehdit ettiği bir gerçek. Diğer yandan yine iklim değişikliğinin tetiklediği fiziksel risklerin ve bunların doğuracağı öngörülemeyen altyapı yenileme ihtiyaçlarının, finansal istikrarı glgeleyebileceği de çok açık.

İklim krizine bu iki çerçeveden baktığınızda, fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerine yoğunlaşan merkez bankalarını doğrudan ilgilendirdiği rahatlıkla görülüyor. Genel kanı, iklim krizi ile mücadelede ilgili paydaşların farkındalığının ve aralarındaki koordinasyonun artırılmasının önemli olduğu yolunda ki, buna karşı çıkmak zor.

Merkez bankalarına da ilk rol bu çerçevede veriliyor. Hatta bir adım ileri gidiliyor ve "Yeşil Merkez Bankacılık" neriliyor. Para politikası yapıcısının, iklim risklerini yakından takip etmesi ve fiyat istikrarı ile finansal istikrarı gözeten modeller içerisinde onlara yer vermesi çok anlamlı. Fakat yeşil merkez bankacılık tanımı bundan daha fazlasını barındırıyor ki benim kafam da tam olarak burada karışıyor.

Avrupa Merkez Bankası, tahvil geri alımlarında yeşil tahvilleri nceliklendirebileceğini söyledi. Merkez bankalarının zorunlu karşılık belirlerken, bankaların portföyündeki yeşil tahvil ağırlılığına göre farklılığa gidebileceği seçeneği konuşuluyor. Peki bu saydığım araçlar—ve daha fazlası— bir merkez bankasını yeşil yapar mı?

Hadi lafı dolandırmayayım da kafamı karıştıran noktayı paylaşayım: Merkez bankacılığın rengi olur mu? Örneğin, kadınların işgücüne katılımındaki zayıflığın iktisadi çıktıda zayıflık yarattığını biliyoruz. IMF, bu kaybın gelişmekte olan ülkelerde GSYH'nin %10'una, Güney Afrika, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da %30'una çıkabildiğini tahmin ediyor. Üretim açığını etkileyen böyle bir faktör, ücretler üzerindeki daha geniş etkisi ile birlikte değerlendirildiğinde elbette fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankasının radarında olmalıdır. Bu durumda bir de "Mor Merkez Bankacılık"tan mı söz edeceğiz? Ya da genel olarak, Sosyal Sorumlu Merkez Bankacılık defterini mi amalıyız?

Buraya kadar yazdıklarım, Yeşil Merkez Bankacılık kavramına bir itiraz gibi algılanmasın. Tam tersine, özellikle İngiltere Merkez Bankası Başkanı Mike Carney'nin bu konudaki çalışmalarının çok önemli olduğunu düşünüyor ve yakından takip ediyorum. Fakat rneğin terimi ben seebilseydim, sanırım Yeşil Merkez Bankacılık yerine merkez bankalarının yeşil araçları demeyi tercih ederdim.

Sizin de eğer benim kadar kafanız karışık ise referans listesine eklediğim BIS'in son çalışmasını mutlaka okumanızı öneririm. Bugüne kadar bu konu hakkında okuduğum ve en beğendiğim çalışma diyebilirim.

Sorularıma yanıt ararken kendim için aldığım bazı notları da paylaşayım. Öncelikle tekrar edeyim: İklim krizini řu anda yaşamaktayız! O zaman tüm sistemin yeşile dönmesini bekleyip bu sırada yeşil araçları kullanan bir merkez bankacılıktan ziyade, kendisi yeşil olup sistemi şekillendiren nc bir merkez bankacılık daha doğru olabilir mi? Tamam, bunu da değerlendireceğim. Ama belki de bankanın kendisi mi yoksa araçları mı yeşil olmalı diye sorarken daha önemli bir soruyu gözden kaçırıyorum. Onun ipucunu da Carney Başkan veriyor. "Ufuk trajedisi" olarak tanımladığı bu sorun, iklim krizi öncelikleri ile para politikası önceliklerinin vadesinin çelişmesi olarak tanımlanabilir.

Yani, iklim kriziyle mücadelede kısa vadede başarı sağlamak için atılacak adımların şiddedi, aslında finansal istikrar ile çelişebilir. Carney Başkanın kendi cümlesiyle zetleyeyim: Başarının, başarısızlık olması bir paradoks.

Başarı; aslında başarısızlık mıdır? Bilmiyorum... Peki ya hiç denememek? Bence en kötüsü o!

**Kaynaklar:**

<https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

[https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e3bf78-e60c-400b-956a-f0c34b21e18a/enfekim2019\\_iv\\_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4e3bf78-e60c-400b-956a-f0c34b21e18a-mWibKVR](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e3bf78-e60c-400b-956a-f0c34b21e18a/enfekim2019_iv_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4e3bf78-e60c-400b-956a-f0c34b21e18a-mWibKVR)

[https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor\\_January2020\\_vf.pdf](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_January2020_vf.pdf)

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/03/pdf/fd0319.pdf>

**Yeni Ay'ın Geçmiş Sayılarına Ulaşmak İçin:**

<http://www.tskb.com.tr/tr/yatirim-bankaciligi/ekonomik-arastirmalar/ekonomi-ve-piyasalar/yeni-ay>

**TSKB Ekonomik Araştırmalar Yayınlarına Üye Olmak İçin Üyelik E-Postası Atabilirsiniz**

[ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr](mailto:ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr)

# TSKB

## Danışmanlık Hizmetleri

## Ekonomik Araştırmalar

ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

2020 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.

