



## Yeni Ay

Şubat 2022

#44

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

### Sığ Suya Balıklama Atlamayın

Kimseye hayatla ilgili tavsiye vermeyi sevmem, daha doğrusu haddim olmadığını bilirim. Malum, işimizin çerçevesi gereği, yatırım tavsiyesi de vermem. Ne kaldı geriye? Kendi yağımında kavrulmak, rakamdır, denklemdir, literatürdür derken analizleri paylaşmak.

Ama bu Yeni Ay'da pek bir içimden geldi, izninizle, tavsiye değilse de bir öneri ile geleceğim. Baş tacı olsun diye de önerimi başlığa yerleştirdim. 2022 içerisinde yol ayrımında kaldığınızda (...ki sıklıkla başımıza gelmesini bekliyorum), ya da bir karar anında, uyarınıza gelir de bu sözü hatırlarsanız bahtiyar olacağım: Sığ suya balıklama atlamayın!

“Durup dururken nereden çıktı bu?” diye sorduğunuzu duyar gibiyim. Önce hemen düzeltelim, durup dururken değil görülen lüzum üzerine çıktı. Çünkü, küresel ekonomide makas değişiminin eşiğindeyiz. Bunu söylerken, hareketli bir yıl geçireceğiz demek istemiyorum sadece. Zaten hareketli olmayan yılımız mı var muhteremler?

Makas değişikliğinden kastım biraz daha geniş bir okuma gerektiriyor. Şöyle örnek vereyim: Bugün epey kıdemli kabul edeceğimiz, 12-13 yıllık bir fon yöneticisi ya da ekonomist düşünün. ABD 10 yıllık tahvil faizinin %4 olduğu dönemde öğrenciydi. Diğer bir deyişle, 2008’le yaygınlaşan küresel Büyük Durgunluk sonrası dönemin ilk yıllarında geçici zannettiğimiz pek çok denge, o denli uzun sürdü ki, piyasanın genel hafızası oldu. Oysa biraz sakinleşip kenara çekildiğimizde, bugün şaşırdığımız enflasyon seviyelerini, faiz seviyelerini ve hatta fazlasını daha önce yaşadığımızı göreceğiz. İşte makas değişikliği, bu hafızanın ortaya çıkmasını zorlayacak.

Dünya ekonomisinin son 20-30 yılı içinde hatırlamak istemediklerimiz de olacak elbet. Yüksek borç ve zayıf maliye politikası dönemlerini, para politikasını, fiyat istikrarı değil de bilanço ya da yerel para biriminin seviyesi üzerinden okumayı, kim hatırlamak ister ki? Fakat bir kere taşlar yerinden oynamaya başladı mı, durdurmak zor. ABD’de Fed’i izleyerek başlayalım elbet ama onun tek olmayacağını da bilelim. En önemlisi de muhteremler, aman haaaa son 12-13 yılın ezberleriyle iş yapmayalım, sığ suya balıklama atlamayalım. Maazallah!

#### ~ 3 Şubat, Ocak ayı TÜFE ve ÜFE

Enflasyon Raporu’nun hemen üstüne gelen Ocak ayı rakamları, 2022 beklentilerini yeniden şekillendirecektir.

#### ~ 3 Şubat, İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kararı

Karar metni ilginç, hemen yarım saat sonra başlayacak Başkan Bailey’nin konuşması daha ilginç olacak.

#### ~ 9 Şubat, Fed Para Politikası Kurulu Tutanakları

Şubat ve Nisan’da toplantı olmadığı için Ocak tutanaklarını Şubat’ta okuyup Mart’ı tahmin etmeye çalışacağız:)

#### ~ 17 Şubat, TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

Gözler TCMB’de...

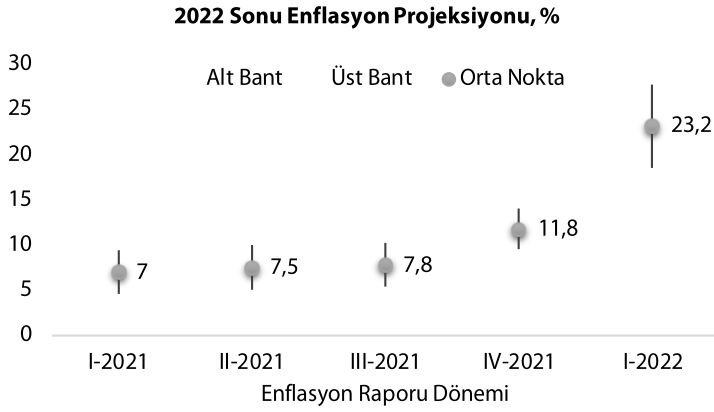
## Yeni Ay Şubat 2022



### Nasıl bir patika?

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) yılın ilk Enflasyon Raporu'nu (ER) 27 Ocak'ta açıkladı. Benim neslim için ER, hâlâ en önemli politika iletişim aracı. O nedenle yakından takip etmek benim açımdan önemli.

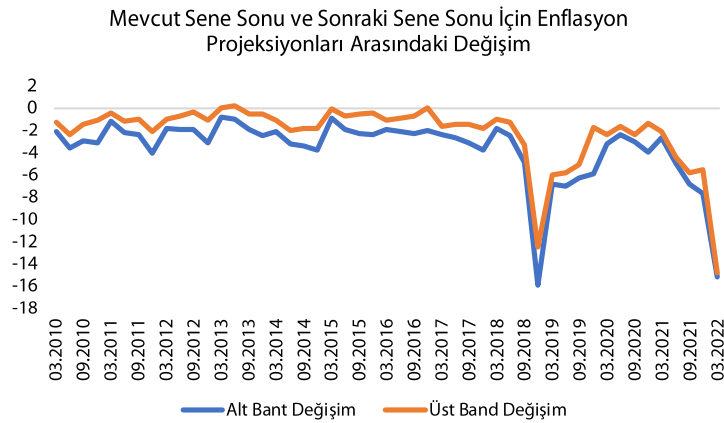
Rapor açıklandığında piyasa oyuncularının yaptığı ilk iş genellikle orta vadeli tahminlere bakmak olur. Kestirmeden Ctrl + F "yüzde 70 olasılıkla" yazdınız mı, karşınıza sene sonu ve sonraki sene için enflasyon tahminleri alt bant, üst bant, orta nokta olarak çıkarılır. Hiçbir fedakarlıktan kaçınmayan Yeni Ay ekonomistiniz, bu verileri sizin için derledi. İlk grafik, son 5 ER'deki 2022 sonu enflasyon öngörülerini gösteriyor, buyursunlar efendim.



Kaynak: TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

ER'yi okurken enflasyon patikasına bakmakta fayda görüyorum.

Altteki grafik, TCMB'nin 2022 ve 2023 sonu enflasyon projeksiyonlarındaki değişimi alt bant ve üst bant için ayrı ayrı gösteriyor. Buna göre örneğin 2022 sonunda enflasyon, TCMB'nin projeksiyonlarının alt bandı olan %18,6 olarak gerçekleşirse, 2023 sonu tahmininin alt bant seviyesi olan %3,4'ün gerçekleşmesi için bir sene içinde 15,2 yüzde puan düşüş kaydetmesi gerekecek. Bu keskin düşüş arz yönünden mi beklenmektedir, talep tarafından mı planlanmaktadır? Önemli sorular...



Kaynak: TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Bu arada, raporda öncelikli olarak TCMB'nin enflasyon öngörülerinin takip edilmesi elbette şaşırtıcı değil. Ben de buna kesinlikle yanlış demiyorum. Ama çoğunlukla eksik bir analizdir. Çünkü her ne kadar nokta enflasyon hedefleyen bir ülke olsak da enflasyon bir andan ibaret değildir. Aslanan patikadır.

Enflasyon patikası, tümünden yönetilebilen değil ancak kısmen yönlendirilebilen bir olgudur. Politika yapıcının, görev kapsamındaki değişken/değişkenleri gözeterek karar verebileceği bir durum diyebiliriz. Sıklıkla kullandığımız Fed örneğini ele alırsak, reaksiyon fonksiyonunun fiyat istikrarı kadar istihdam piyasalarını da gözetmesi, patikayı etkilemektedir. Bu nedenle, bizde de

Bu soruyu, 2022 ve 2023 boyunca hem dünya ekonomisi hem de önde gelen gelişmiş / gelişmekte olan ülkeler için soracağız. Çünkü buna vereceğimiz yanıt, para politikasının seyrine dair beklentilerimizi de etkileyecek. Buradan hareketle aklıma başka bir soru geldi: Para politikası sanat mı değil mi? Gülmeyin, bir yüksek lisans + doktorayı bunu tartışarak yemiş bir kardeşinizim ben sonuçta. Madem konuyu açtım, öğrenciliğim boyunca bu soruya verdiğim yanıtı da paylaşayım: Para politikası sanat mı değil mi bilmem ama ilim irfan olduğu kesin! 2022/2023, tüm dünyada ilmini konuşuran merkez bankalarının yılı olacak!

## Yeni Ay Şubat 2022



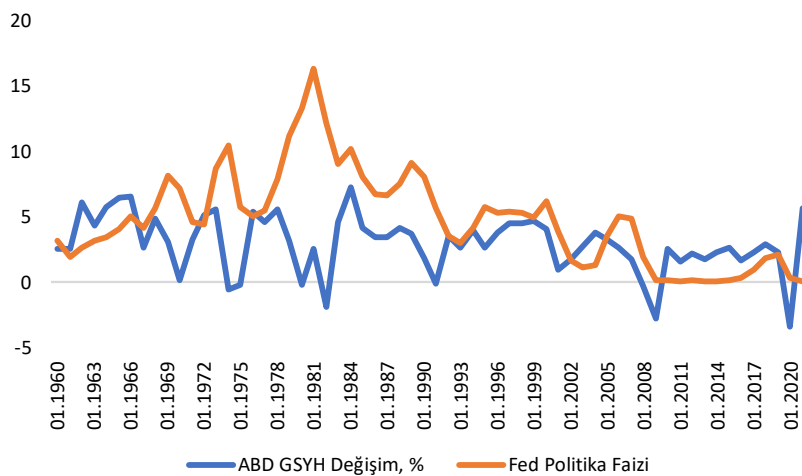
### Dağdan bir Fed geliyor döne döne!

İş papatya falı açmaya dönmek üzereydi neredeyse: Enflasyon geliyor mu, gelmiyor mu? Sonra bir adım daha öteye geçtik: Geldi mi, gelmedi mi? Artık gelindiğinden emin olununca, falın öznesi de değişti. Küresel faiz artırımını ne zaman olacak, ne kadar olacak?

Burada fal benzetmesini yazarken işin şaka olduğunu hemen söyleyeyim. Muhteremler, bu enflasyon tahmini ya da reaksiyon fonksiyonu işleri o kadar kolay değil! "Eeee biliyoruz!" dediğinizi duyar gibiyim ama izninizle neden böyle bir açıklama yapma ihtiyacı hissettiğimi de belirtiyim. Bilmiyorum fark ettiniz mi ama, sosyal medyada herkes ABD enflasyonunu Fed'den daha iyi öngördüğünü iddia ediyor. Sosyal medyayı geçtim, katıldığım birkaç toplantıda "Ben en başından söylemiştim küresel enflasyonun kalıcı olduğunu, Fed'in geç kaldığını." diyen kişileri duydum kulaklarımla. Fed Başkanı Powell'in yerine geçebilecek kişilerin bu kadar fazla olması, sosyal medyadaki takipçilerin Fed içerisindeki ekonomistlerden daha ileride olması!?! elbette mutluluk verici. Ama acaba doğru mu?

Önce hemen şunu söyleyeyim, merkez bankaları yanlış yapmaz diye bir durum yok. Hatta, elimizdeki makaleler, kitaplar merkez bankalarının hatalarıyla doludur. Ancak elbet bir de uzmanlık diye bir konu var. Hani evde, salondaki çekyatta maç izlerken Messi'nin kaçırdığı pozisyon için bağıyoruz ya: "Orada ben olsam atardım", diye... Oysa biliyoruz ki, daha merdiven çıkarken nefesimiz sıkışıyor... Sosyal medya da biraz böyle. Bazen sormak gerek kendimize: Fed, benim (bile) gördüğümü, görmemiş olabilir mi? Evet olabilir elbette ama görme olasılığı daha yüksek. Görmüş ve iletişim stratejisinin parçası olarak ötelemiş olabilir, görmüş ve büyümeyi baltalamamak için ince bir denge yürütmüş olabilir... Olabilir de olabilir...

Bir de şu var, Fed'in söylem değiştirmesi kadar normal bir şey olamaz. Sonuçta boşuna para politikası "Veriye bağımlıdır." demiyoruz. Lakin kararın doğru olması, örneğin zamanlamanın doğru olacağı anlamına gelmiyor. Örneğin 2018'de, Gary Schilling, 12 sıkılaşma döneminin 11'inde Fed'in ABD ekonomisini resesyona soktuğunu iddia etmişti (röportajın bağlantısını referanslara ekledim.) Ben de size ilgili grafiği çizip bırakıyorum, kararı siz verin.



Yine de sanırım kendi görüşümü söylememde bir sakınca yoktur. Schilling'in okumasını biraz büyük buluyorum. Resesyon dönemlerinin Penn ve Franklin Bankacılık Olayı, Latin Amerika Borç Krizi, 1994 Tekila Krizi, Teknoloji Balonu gibi dönemlerle olan sebep-sonuç ilişkisini pas geçiyor. Tek sorumluluğu Fed'e veriyor. Elbette politika faizindeki yükselişin büyümeye aşağı yönlü etkisi olmasını bekliyoruz. Nitekim IMF de ABD'nin 2022 büyüme tahminini boşuna 1,2 % puan indirmede. Şimdilik bence burada duralım. Resesyon sohbetine daha var gibi!

Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar

## Kalkınma Gününlükleri

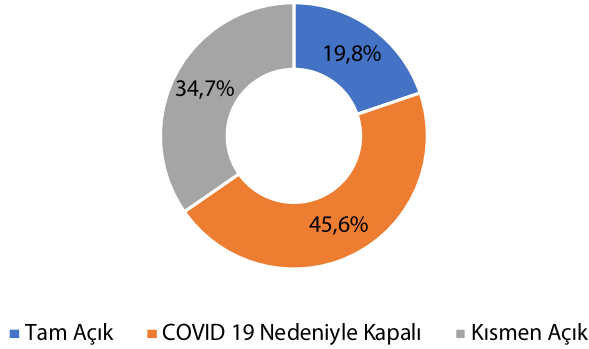
### Haydi çocuklar okula!

Sadece bana mı öyle geliyor bilmiyorum ama COVID'in eğitimde yarattığı kesinti, tedarik zincirinde yarattığı kesinti kadar konuşulmuyor. Konuşanlar da "Yahu ben evde bu çocuğu nasıl oyalayacağım?" dan öteye geçmiyor. Merak buyurmayınız arkadaşlar, Çin'den gemileri yükleyeceğiz yine. O pek kıymetli tedarik zincirimizi gerekirse bir miktar yerinden oynatacağız ama ayakta tutacağız. Böyle söyleyince de yanlış anlaşılma istemem. Tedarik zincirindeki kırılmayı 'tüm etkileriyle ve her vadede' çok önemsiyorum. İtirazım; konunun sadece bununla sınırlı kalmasına.

Dünya Bankası geçen yılın sonunda, çok çarpıcı bir blog yazısı yayınladı ve mesajı da lafı dolandırmadan başta verdi: Dünya genelinde çocuklar, pandemi boyunca daha az şey öğrendi!

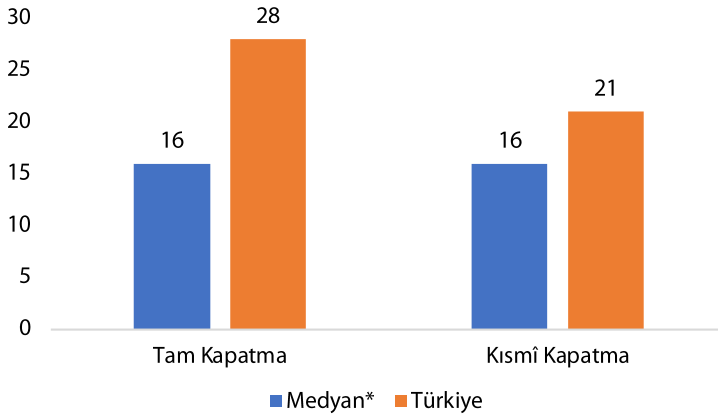
Ne ağır bir cümle! Bitmedi, dahası da var: Düşük ve orta gelirli ülkelerde, 10 yaş grubu çocuklar içerisinde temel bir metni okuma becerisinden uzak olanların oranı %70.

Okul Döneminin Kırılımı



Kaynak: UNESCO, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Eğitim Kesintileri, Hafta



Kaynak: UNESCO, TSKB Ekonomik Araştırmalar \*Türkiye hariç 185 ülke.

Okul kapatmaları sona erse bile, öğrenciler içerisinde okula geri dönmeyen kayda değer bir sayı olduğu biliniyor. COVID-19 bağlantılı iktisadi kayıplar, eğitimdeki kesintiyi derinleştiriyor.

16/02/2020-31/10/2021 arasında, okulların açık olması gereken (akademik tatil dışı dönem) 430 günün %45,6'sında Türkiye'de okullar COVID-19 nedeniyle kapalıymış. Hafta olarak baktığımızda, Türkiye'deki 28 haftalık tam kapatmaya karşılık, UNESCO veri setindeki 185 ülkenin medyan okul kapatma süresi 16 hafta. Kısmî okul kapatma haftalarını kıyasladığımızda ise Türkiye'deki kapatmanın 21 hafta olduğunu görüyoruz.

185 ülke içerisinde Türkiye'nin görece iyi olduğu ülkeler olduğu gibi, gerisinde kaldığı ülkeler de var. Ama biz önümüze bakmalıyız ve bundan sonra önümüze bakarken bizim için iki konu olmalı.

- 1- Eğitimdeki kaybı telafi etmek,
- 2- Kaybın tekrar olmasını engellemek.

Daha önemli bir konu yok, olmayacak, olmalı!

## Referanslar:

- ~ <https://blogs.worldbank.org/voices/reversing-pandemics-education-losses>
- ~ <https://www.businessinsider.com/gary-shilling-warns-fed-tightening-could-trigger-recession-2018-9>

**Yeni Ay'ın Geçmiř Sayılarına Ulařmak 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

tel: (90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2022 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.

