



Yeni Ay

Şubat 2025

#80

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

Direktör—Baş Ekonomist

Şimdilik Yılı

Yeni Ay'ın 80. sayısının başlığı, Ekonomi Gazetesi için kaleme aldığım ikinci köşe yazısının başlığı ile aynı. Aaaa bir dakika! Bu konuyu konuşmamıştık değil mi?

Muhteremler, bundan sonra iki haftada bir Ekonomi Gazetesi'nde **İktisaden** başlığıyla köşe yazılarımı paylaşacağım. Bu köşe yazıları da elbette bir kalkınma bankası iktisatçısının perspektifinden ve TSKB'nin duruşundan beslenecek. Sıklıkla TSKB Ekonomik Araştırmalar'daki arkadaşlarımla çalışmalarını da paylaşmayı planlıyorum.

17 Ocak'ta yayınlanan yazımın başlığı "Şimdilik Yılı" idi. Biz ekonomistlerin belirsizliklerden bahsetmesi yeni değil. Ancak 2025 özelinde, belirsizliğin türü biraz farklı. Fark-maalesef-, belirsizliğin sadece seviye ile değil yön ile de ilgili olması.

ABD'de hem bütçe açığı hem de korumacılık kaynaklı olarak enflasyon ve ona eşlik eden faiz platosu beklentileri yükseliyor. Avrupa'da ise Merkez Bankası'nın iki kuvvetli ismi De Guindos ile Knot, Trump'ın tarifelerinden kaçmak isteyen Çin'in, ürünlerini ucuzlatarak ABD dışına yönlendirebileceğini ve deflasyonist etkiyi ihraç edebileceğini gündeme taşıyor. Büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskle birleşince, Avrupa'da enflasyon ve faiz platosu tahminleri ABD'ye ters hareket ediyor.

Peki alt toplam? Küresel ekonomi için ne bekleyeceğiz? Tarifeler enflasyonu yükseltecek mi düşürecek mi? Avrupa'nın resmi mi geneli temsil edecek ABD'ninki mi? Dedim ya, seviyeyi geçtim, yönde bile uzlaşmıyoruz. Aslında bir önceki Yeni Ay'da tam da bu nedenle "2025'te trend olmayacak." demiştim. Bu yüzden de, merkez bankalarının ya da politika yapıcılarının yönlendirmelerini hep **'şimdilik'** kaydı ile dinlemenizi öneririm. Tabi biz ekonomistlerin tahminlerini de...

'Şimdilik yılı'nda, şirketinizin ve iş planlarınızın başarısını statik makro tahminlere bağlarsanız, hem epey yanılırsınız hem de uyum gücünüze haksızlık etmiş olursunuz. Yıl içerisinde 'yüksek frekanslı veri takibi' ile tahminlerde sadece seviyenin değil yönün de değişebileceği bir dünya ekonomisi bizi bekliyor. İş planlarınız, ekonomistinizin esnekliği kadar kuvvetli. Yok, bu cümle eksik oldu. İş planlarınız, ekonomistinizin esnekliği ve iş birimlerinizin uyum sağlama becerisi kadar kuvvetli. Buyurunlar **'şimdilik yılı'** 2025'e!

~ 4 Şubat, Mevsimsellikte Arındırılmış TÜFE ve Fiyat Gelişmeleri Raporu

Faiz indirimi için destek aranacak.

~ 6 Şubat

Deprem felaketinde yitirdiklerimizi saygı ve rahmetle anıyor, afetlere karşı çalışma kararlılığımızı koruyoruz.

~ 7 Şubat, TCMB Enflasyon Raporu

İstanbul'dayız, dinleyeceğiz.

~ 19 Şubat, Fed Para Politikası Kurulu Kararı Notları

Çıkartılan cümlenin peşindeyiz.

~ 20 Şubat, Çin 1Y ve 5Y Faiz Açıklaması

Bize para birimini anlat Sevgili Çin!

Yeni Ay Şubat 2025



Açalım Bakalım Bizim Kara Kaplıyı

Bu hafta o hafta. Haftanın ilk günü Yeni Ay var; yazması benden, okuması (umarım) sizden. Haftanın son günü de yılın ilk Enflasyon Raporu var. Yazması Merkez Bankamız'dan (TCMB), okuması benden.

Ben her Enflasyon Raporu'ndan önce, kendimce bir oyun oynarım. Raporun içeriğini, dilini, tonunu, hatta kuların başlıklarını bile tahmin etmeye çalışırım. Yatırım bankacılığı yaptığım yıllarda, bunu bir e-rapor haline getirip paylaştırdım da. En sevdiğim şey de, rapor yayımlandıktan sonra tutturamadığım kısımları sayıp yorumlamak olurdu.

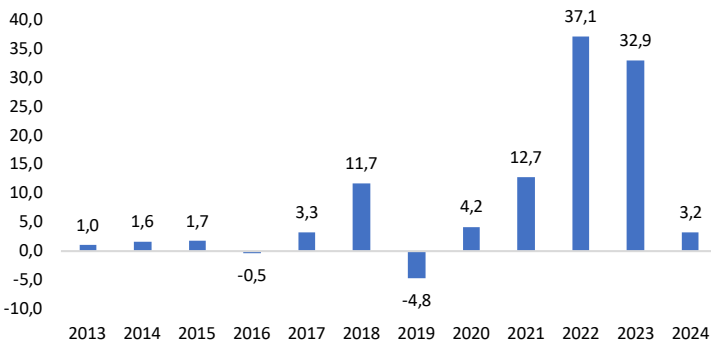
Hadi gelin, oyunun bir kısmını birlikte oynayalım. Faiz indirimi yapan bir merkez bankasısınız ama bir yandan da, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının, sergiledikleri iyileşmeye rağmen, dezenflasyon açısından risk unsuru olmaya devam ettiğini yazıyorsunuz. Bu durumda aslında, temkinliden ziyade şahine yakın bir rapor bekledim. Ancak bunu beklemiyorum. Çünkü son Para Politikası Kurulu kararının açıklaması, bana epeyce güvercin geldi. Beklentim (Yüksek gelen Ocak manşet enflasyonuna rağmen), TCMB'nin, önümüzdeki altı ay boyunca gerilemesini beklediğimiz yıllık enflasyonu ön plana çıkartması, toplam talep cephesinde aşağı yönlü riskleri göstermesi, finansal istikrar konusunda sakın mesajlar vermesi. Bütün para politikası araçlarının her an kullanılabileceği de, en şahin cümle olarak eklenecektir.

Bu arada, yıllık enflasyonun önümüzdeki aylarda gerilemesini biz de bekliyoruz. Bu düşüş patikası, ağırlıklı olarak 2024 içerisindeki para politikası duruşunun meyvesi. Mevcut indirimlerin enflasyon üzerinde etkisini henüz görmedik. Siz sormadan ben söyleyeyim: TCMB'nin 2025 ve 2026 enflasyon tahminlerini değiştirmesini beklemiyorum. Şu aşamada gerek de görmüyorum. Piyasa; merkez bankasının faiz indirmesini bekliyor, buna karşılık da enflasyonun sene sonunda TCMB tahmininin orta noktasının 6 yüzde puan üzerinde kalacağını öngörüyor. Diğer bir deyişle, faiz indirimi konusunda piyasa ve TCMB arasında sağlanan uzlaş, enflasyon konusunda sağlanmış değil. Oysa bu ikisinin bir arada olmasını bekleriz.

Tahminler, içinden geçtiğimiz dönemde önemli. Enflasyon hedeflemesi, aslında genellikle enflasyon tahmini hedeflemesidir. Svensson'un şahane makalesini kaynaklara bıraktım. Kontrol ufku içerisinde, merkez bankasının enflasyon tahmininin, resmi hedefe eşitlenmesini bekleriz. Bu noktaya varana kadar da, merkez bankasının tahmini "ara hedef" görevi görür. TCMB iletişimi de genellikle bu çerçeveden yapıyor. Eğer tahmin, resmi hedefin (Hadi Ünüvar yumuşatsın burayı: resmi hedefle uyumlu patikanın) üzerindeyse, para politikası sıkılır, değilse gevşetilir. Burada kritik olan konulardan biri, para politikası otoritesinin tahmininin en güvenli tahmin kabul edilmesi gerekliliğidir. İkinci de, enflasyon dışında açıklanmayan önceliklerin olabileceği endişesinin beklentileri bozmasına engel olunmasıdır (Barro, Gordon, 1983).

Pek çok şeyi ilk kez biz yapmıyoruz. Ama hadi açalım bizim kara kaplı literatürü ve adını koyalım! Mevzunun enflasyon tahmini hedeflemesine benzediği dönemde, tahminlerin alt kalemlerinin, nasıl bir genel makro çerçeve öngörüldüğünün daha detaylı anlatılması ve varsayımına dökülmesi kritik (Woodford, 1994). TCMB'nin faiz indirimine "Tamam" diyen piyasa, enflasyon tahminine de "Tamam" diyecek noktaya gelmeli. Yoksa sorun olur. Beklentilere ve yandaki grafiğe dikkat! Öyle diyor bizim kara kaplı!

Cari Yıl Enflasyon Beklentilerindeki Değişim,
Aralık-Ocak Farkı, % Puan



Kaynak: EVDS, TSKB Yeni Ay #80

Yeni Ay Şubat 2025



Eğrinin Neresine Bakıyorduk Tam Olarak?

Geçen hafta Ekonomi Gazetesi'ne "Dinlersen, Konuşur" diye bir yazı yazdım (Bağlantısını referanslara iliştiriyorum.). Bu yazıda özetle, ABD getiri eğrisi konusundaki görüşlerimi aktardım ve dikleşme konusunda henüz endişeli olmadığımı söyledim. Fakat yazıyı editöre göndermeden önceki iki gün, yazının içine "Bakin eğri dikleşmiyor demiyorum, aman ha!" anlamında şerhler ekleyecek uygun paragrafı aramakla geçti. Sevmedim bu ruh halini.

Sıkıntı ne? Sıkıntı yok aslında, titizlik var. Ama madem kafa yordum, buraya yazmazsam olmaz.

Önce köşe yazısından alıntı ile başlayayım:

Trump'la birlikte gözler yine ABD getiri eğrisinde. Açıkçası bir süre de öyle kalacak gibi görünüyor. 2024 başında %4'ün altında olan ABD 10 yıllık tahvil faizleri, seçim sırasında %4'ün, yakın zaman da %4,5'in üzerine çıktı. Kopsun mu kıyamet? Bence hayır! Açıkçası ben ABD 10 yıllıkları %4'ü geçtiğinde panik olan tarafta değilim. Eğer varsa, panikleme hakkımı, seneler evvel ABD 10 yıllıkları %1'in altına geldiğinde kullanmıştım.

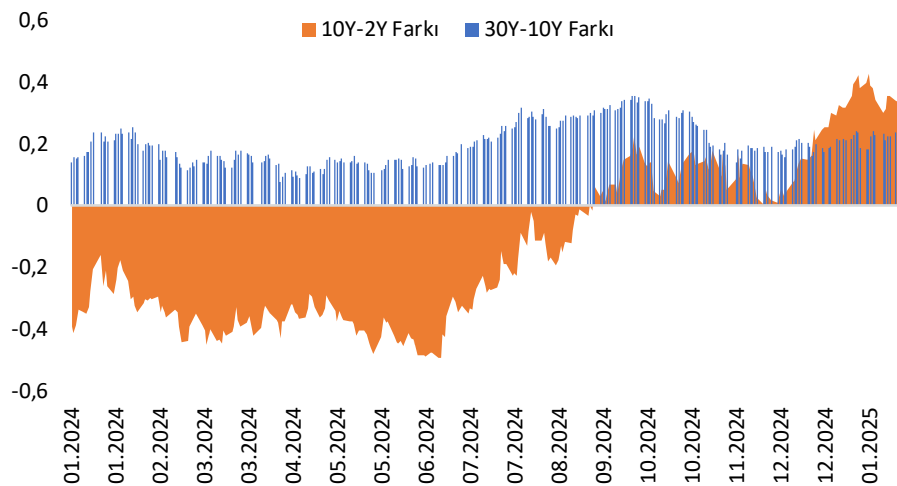
Şu anda baktığımda da, getiri eğrisinin orta-uzun kısmının ağırlıklı olarak şekil değil seviye değiştirdiğini ("Eğri dikleşmedi." demiyorum, aman ha!), yani ABD'nin orta vadeli hikayesinin (şimdilik) yerinde durduğunu görüyorum.

Hala yukarıdaki gibi düşünüyorum. Ama eğrinin dikliğı konusunda neden davullu-zurnalı bir panik içinde olmadığımı da açıklamak isterim. Bir kere anlıyorum ki, eğrinin dikleşmesine odaklananlar bunu yaparken ağırlıklı olarak 2 yıl -10 yıl farkını okuyorlar. Eğrinin para politikasına en çok tepki veren ve likidite olarak da anlamlı kısmı bu bölge olduğı için çok anlaşılır bir yaklaşım. Lakin içinde bulunulan makro durumu da değerlendirmek şart. Örneğın eğrinin sadece bu bölgesine bakarsanız, 2009 başında da, küresel kriz öncesine göre bir dikleşme görürsünüz. Daha doğrusu gördük, yaş itibarıyla ben o gün de ekran başındaydım. Oysa eğri aşağı geliyordu. Hem de öyle böyle değil, epeyce sert bir şekilde aşağı geliyordu. ABD konut piyasalarının 30 yıllık konut kredileri üzerinden döndüğü bir dünyada, eğrinin 10 yıl ve sonrasını dışarıda bırakmak hatalı okumaları beraberinde getirebilir. Elbette eğrinin uzun ucu,

hem vade belirsizliğı hem de buradaki kıymetleri tutan oyuncuların profili gereğı daha ağır hareket eder. Ama hareket ettiğinde sarsar.

Bir al-sat perspektifinden bakarsanız, 2Y-10Y vade farkından yürümek mantıklıdır. Ama genel makrocuymanız ve ülkenin genel halini okumak istiyorsanız, eğrinin başından sonuna her bölgesini okumak ve biraz daha sakin kalmak zorundasınız. Getiri eğrisi dikleştiğinde bunu birinden duymazsınız muhteremler, hissedersiniz. Eksik eğriyle, tam fikir olmaz! Risk çok canlı ve devam ediyor ama şimdilik sakin!

ABD Getiri Eğrisi, Vade Farkları, % Puan



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #79

Kalkınma Gününlükleri

Bu da Mı Trump'tan? Değil!

"Şok, şok, şok! ABD Merkez Bankası Fed, merkez bankaları ve finansal düzenleme otoritelerinin iklim krizi konusunda birlikte çalıştıkları NGFS'ten (Network for Greening the Financial System) ayrıldı."

Bir dakika, bu haberi böyle vermek bence yanlış. Benim versiyonumla tekrar yazabilir miyim?

"ABD Merkez Bankası Fed, iklim krizinin görev tanımı üzerindeki etkilerini önemsemeye devam ederken, beklendiği üzere NGFS'ten ayrıldı. Bu kararın Trump'ın göreve gelmesi ile bir ilgisi yoktur."

Karar 17 Ocak, Cuma günü açıklandı. Trump, resmi olarak görevi takip eden Pazartesi teslim aldı. Fed'in NGFS'ten çıkması, iklim krizi ile mücadeleden uzaklaşma olarak algılandığı için bu kararın da Trump'ı memnun etmek için alındığına dair bir görüş oluştu.

Katılmıyorum.

Ama önce gelin yapılan açıklamalara bakalım. Farkındaysanız, açıklama değil açıklamalar dedim. Çünkü Fed, ayrıldığını duyurmak için bir açıklama yaptı. Ama NGFS de buna karşılık veren bir açıklama yaptı. (İkisini de referanslara ekledim.)

Fed ayrılık kararını açıklarken, NGFS'in çalışma alanını artarak genişlettiğini ve bu genişlemenin Fed'in mevcut görev tanımının dışındaki konulara ulaştığını söyledi. Bence gayet de haklı bir tespit yaptı. Zaten kısacık bir açıklamaydı. NGFS bu karara üzüldüğünü ama saygı duyduğunu söyleyen bir açıklama ile karşılık verdi. NGFS kurulduktan 3 yıl sonra 96. üye olarak bu "gönüllü koalisyon"a dahil olan Fed'in, yönetimde olmadığı ve herhangi bir ana çalışma grubunu yönlendirmediği de, açıklamada özellikle belirtildi.

NGFS'in 140'ın üzerinde üyesi var. Bizde de TCMB ve BDDK, NGFS'e üye. Ben bu üyeliği faydalı bulan taraftayım. İklim krizi bağlantılı risklerin, hem genel ekonomi politikası hem de para politikası için anlamlı sonuçları olabileceğini düşünüyorum. Daha önce TCMB için bir yeşil merkez bankacılık tasarımı da paylaşmışım, dikkatli Yeni Ay okurları hatırlar. Hatırlamayanlar ya da tekrar tekrar okumak isteyenler için makalenin bağlantısını ekledim.

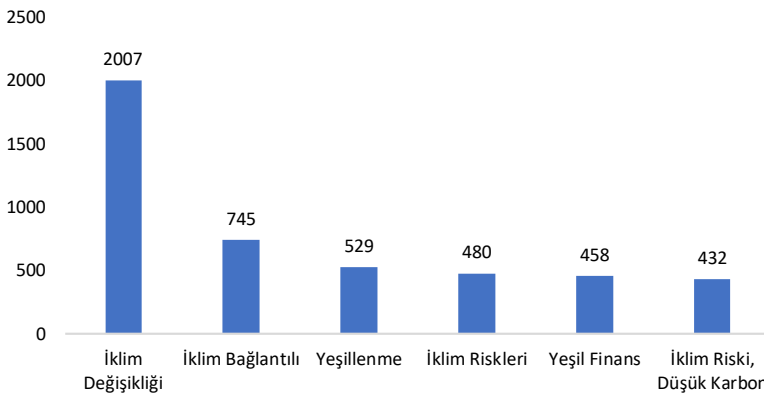
Malumunuz, yeşil merkez bankacılıkta sınırlar çok net değil. Avrupa Merkez Bankası'nın bir kolu burada epey ileriye gitmek isterken, bunu eleştirenler de var. Ancak NGFS, biraz daha ilk gruba yakın. O da, Fed'in verdiği tepkiyi anlamlı hale getiriyor.

Yakın zamanda yayınlanan bir çalışma, 131 merkez bankasından 35,478 konuşmayı inceliyor ve iklim krizi

iletişimine bakıyor. En çok kullanılan anahtar sözcükleri yandaki grafikte görebilirsiniz. Merkez bankalarının bu konudaki iletişiminin arttığı çok açık. Ama tam bu noktada bizim mesleğin en sevdiğim sorularından biri geliyor aklıma: Eeeee?

Soruya yanıtım yok. İklim krizi bağlantılı iletişimin son derece dikkatli yönetilmesi gerek. İhtiyacımız olan şey, artan bir iletişim mi yoksa daha fazla veri mi? Seçebilseydim, bu ikisinin dengeli olmasını dilerdim. Oysa aynı çalışma "iklim verisi"nin, konuşmalarda sadece 47 kere geçtiğini gösteriyor. Fed, NGFS'ten çıktı ama bu alanda çalışmayı bırakmadı. Veriye eşlik edecek iletişim için umuttur bu!

En Çok Kullanılan Sözcüklerin Kullanım Adedi



Kaynak: Campiglio et al (2025), TSKB Yeni Ay #80

Referanslar:

- ~ <https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/simdilik-yili/793742>
- ~ https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5797/w5797.pdf
- ~ https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1079/w1079.pdf
- ~ <https://www.nber.org/system/files/chapters/c8330/c8330.pdf>
- ~ <https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/dinlersen-konusur/796854>
- ~ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20250117a.htm>
- ~ <https://www.ngfs.net/en/press-release/ngfs-membership-announcement>

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 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

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.

