



Yeni Ay

Temmuz 2021

#37

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

Çağırılmazdım Acil Olmasa!

Diyelim ki güzel bir gün... Küresel piyasalar rekor kırıyor, ne alsan kazandırıyor, makro öngörüler ve piyasa fiyatlamaları hep daha iyide doğru güncelleniyor; yüzler gülüyor. Tam o sırada televizyona yorum vermeye çıkan bir iktisatçıyı dinliyorsunuz tesadüfen. Önce rekor kıran piyasaları anlatıyor, sonra da kadınların işgücüne katılımının düşüklüğünden, su kıtlığından, iklim değişikliğinden bahsetmeye başlıyor, garipsiyor, "gündem dışı" buluyorsunuz.

Diyelim ki zor bir gün... Açıklanan verilerin etkisiyle makro tahminler ve piyasada yön aşağı. Dünyanın bir yerinde, önemli bir merkez bankası basın toplantısı yapıyor. Herkes bir sonraki faiz kararına ilişkin ipucu almak için soru sorarken, el kaldıran bir ekonomist, iklim risklerinin para politikası kararlarına yansıtılıp yansıtılmayacağını soruyor. Yüzler asılıyor, soru "gündem dışı" bulunuyor.

Bu varsayımsal örneklerde anlatılan ekonomist belki benimdir belki de kalkınma bankalarında çalışan dünya üzerindeki binlerce meslektaşımın biridir. Fark eder mi? Önemli olan kimin anlattığı değil, ne anlattığı. Ve Yeni Ay'ın bu sayısında mesajım tam da bu: Bir şey anlatmaya çalışıyorum ve mevzu "gündem dışı" değil! Ama derseniz, ilginizi daha çok çekmemi sağlayacaksa, bu konuları daha "gündem içi" anlatmaya da çalışayım:

***Dünya genelinde su kıtlığı, kuraklık, yüksek teknoloji tarımı gibi konuları ilginç bulmuyorsanız sorun değil. Gıda enflasyonunun ikincil etkileri nedeniyle para politikasının sıkılaştırılmasının sermaye hareketlerine etkisini anlatırım.*

***İklim değişikliği ile ilgili konuları "sivil toplum kuruluşlarının işi" olarak görüyorsanız, çevresel düzenlemelerin emtia fiyatlarına etkisi üzerinden girerim konuya.*

***Toplumsal cinsiyet konusunu bizim gibi hayatî bulmuyorsanız, buradaki iyi uygulamaların finansman havuzunu genişletici, borçlanma maliyetini düşürücü etkilerini gösteririm.*

Doğru şeyi, doğru nedenle yapmak gerek. Geride kimseyi bırakmama ısrarımız, tam da bundandır. Ama beni dinleme motivasyonunuzu arttıracaksa, en başta söyleyeyim: kalkınma iktisatçıları da piyasayı takip eder muhteremler, merak buyurmayın. Gelin bu ay, hem piyasa hem kalkınma konuşalım. Lakin vakit kaybetmeyelim! Acil çağrı, acil çağrı!

~ 5 Temmuz, Haziran Ayı TÜFE ve ÜFE

Aylık rakamlar piyasanın sene sonu ve 12 aylık enflasyon tahminlerini etkileyecek.

~ 9-10 Temmuz, G-20 Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları Toplantısı

Enflasyon paniği mi, toparlanma sabrı mı? Ya iklim değişikliğinin para politikasına etkisi?

~ 14 Temmuz, TCMB Para Politikası Kararı

Piyasa oyuncuları sözcük sözcük okuyacak elbet.

~ 28 Temmuz, ABD Merkez Bankası Faiz Kararı

Enflasyon geliyor mu, ne dersin?

~ 29 Temmuz, TCMB Enflasyon Raporu-III

Enflasyon patikası en çok bakılan yer. Peki ya bu sefer bir de iklim değişikliği ile ilgili kutu olursa? Bence olur!

Yeni Ay
Temmuz 2021



Hayat Kısa, Karbon Fiyatları Uçuyor

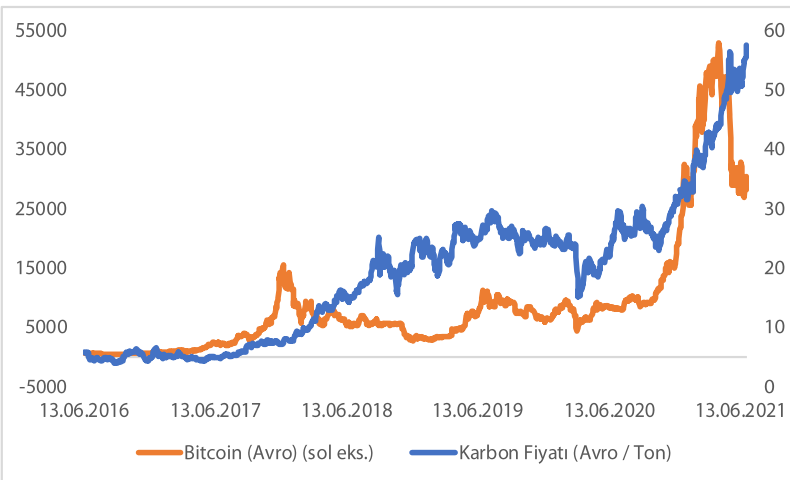
TSKB Ekonomik Araştırmalar, geçtiğimiz yıl 20 Nisan'da, "COVID-19 Salgınına Karşı Türkiye'nin Direncini Arttırmak" başlıklı bir rapor yayınladı. COVID belirsizliği küresel olarak belki de en yüksek noktadaydı. Tam böyle bir dönemde yazdığımız raporda "Yeşil Toparlanma" vurgusunu ön plana çıkartmış, hatta raporun içerisine Avrupa Yeşil Düzeni (AYD) için ayrı bir bölüm de eklemiştik. Açıkçası raporu çıkardığımız zaman küresel ekonomik görünümle ilgili endişeler öylesine yüksekti ki, "Şimdi kim takar iklimi, yeşil düzeni?" diye sorularla da karşılaştık. O zaman yaptığımız açıklamayı, aynı soruyu aklından geçirenler için burada da paylaşmak isterim. Birincisi, doğru bir kararda ısrar etmek için hiçbir dönem yanlış olamaz. İcinden geçtiğimiz pandemi, düşük karbonlu kalkınma politikalarının önceliklendirileceği bir yaklaşımın talep edilmesine engel olmamalı. İkincisi de, tüm dünyada kamu kaynaklarının seferber edildiği bir toparlanmanın kamu yararı gözetilecek şekilde "yeşil" tasarlanmasından daha doğal bir şey olamaz.

Hâlâ aynı fikirdeyiz. Üstelik bu duruşa ikna edebildiğimiz kişi sayısının her geçen gün arttığını görmenin de mutluluğu içerisindeyiz. O günden bugüne AYD'nin popülerliği ve bizim de konu hakkında aldığımız soru sayısı arttı. Bir kısmına yanıt olabilmesi için 29 Haziran'da, bağlantısını referanslar kısmına eklediğim raporumuzu yayınladık. Başlığa izninizle dikkat rica ederim: Yeşil Mutabakat'ın Avrupa Versiyonu.

Başlığa dikkatinizi çekmeye çalışmamın nedeni, AYD'yi genel kabul görmüş bakışın bir miktar dışında incelemiş olmamız. Mevzunun popüler olması ile birlikte, iklim değişikliğinin Türkiye'ye sadece ticaret kanalından etkisi olacakmış ve bu etki de sadece AYD'den olacakmış gibi bir algı ortaya çıkmaya başladı. Elbette ki Avrupa'nın temel ticaret ortağımız olması etki çarpanını yükseltiyor ama konumuz "doğru şeyi, doğru nedenle yapmak" olmalı ise -ki bizce olmalı- önce iklim krizinin hayatımızda neleri değiştireceğine ve bizim bununla nasıl mücadele edebileceğimize odaklanabilmeyiz.

Küçük bir hatırlatma: "Yeşil Düzen" tanımı da aslında Avrupa ile ilgili değil. Birleşmiş Milletler Çevre Programı tarafından 2008 Kriz'nden sonra bir çıkış stratejisi olarak adını raporlarda daha fazla duyar olmuştuk. İkinci bir hatırlatma: Yeşil Düzen sadece Avrupa'da yok. Örneğin meraklısı, Güney Kore'deki Yeşil Düzen'in etkilerine de bakabilir.

Hiç lafı dolandırmayayım, iklim krizinin maliyeti öyle parayla pulla ödenebilir cinsten değil. "Parası neyse veririm, kurtulurum." diyemeyiz, zaten dememeliyiz. Parası ile olan bir kurtuluş varsa bile, bu kurtuluş iklim krizinden en çok etkilenenlere kapalı. O halde, geride kimseyi bırakmama inadımıza devam!



Haa ama söz verdim, lafı illa piyasaya bağlayacağım. Onu da yandaki grafik ile yapayım izninizle. Karbon fiyatları diyorum efendim, 30 Avro'dan 60 Avro'lara yükseldi efendim! Bitcoin'den aşağı kalır yanı yok... Hani kirleten öder diyoruz ya, fatura şişiyor! Karbon fiyatındaki bu yükseliş, iklim krizi ile mücadelenin kabul görmeye başladığının, beklentiler tarafından fiyatlandığının da göstergesi! Perşembenin gelişi, karbon fiyatından bellidir.

Hayat kısa, karbon fiyatları uçuyor efendim!

Kaynak: Dünya Bankası, ILO, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Yeni Ay Temmuz 2021



Yeşil Hisse Senedi Mi Varmış?

İlk sayfadaki girişten zaten tahmin ettiğinizi düşünüyorum. Yeni Ay'ın bu sayısında kalkınma gündeminin hayattan, gerçeklerden, piyasalardan kopuk bir konu olmadığını örneklerle anlatmaya çalışacağım. Kalkınmaya öncelik veren iktisadi bakış, finansal hedeflerle çelişmek zorunda değildir. Hadi daha açık söyleyeyim; iklim krizine duyarlı olduğunuz için para kaybetmezsiniz muhteremler!

Yine de açıklası, kimsenin sırf para kazanmak için iklim krizine duyarlı olmasını istemem. En başta da söyledim ya, doğru şeyi doğru nedenle yapmak gerek. İklim krizi ve beraberinde getirdiği riskler, hepimizi ama en çok da toplumun dezavantajlı kesimini tehdit ediyor. Bununla mücadele için anlamlı tek bir yol haritası var: düşük karbonlu kalkınma politikalarına geçiş. Fakat düşük karbona geçiş de kolay değil, kısa vadeli politikalardan uzaklaşıp kalkınma perspektifini benimsemek de. Zoru başarmak için toplumsal bir mutabakat gerekli. Bu mutabakat için motivasyonu artıracak gereçlerden bir tanesi finansal kazanç ise bunu çok anlaşılır bulurum. O halde haydi, iklim krizi farkındalığının desteklediği bir finansal kazançtan bahsetmek mümkün mü diye bakalım.

Soruya yanıt için ilginç bulduğum bir makalenin sonuçlarını paylaşmak isterim. Belçika Merkez Bankası tarafından yayınlanan bir çalışmada, Ocak 2010-Haziran 2018 arasında S&P 500'deki hisse senetlerinin performansları incelenmiş. Yazarlar, öncelikle endeksteki şirketleri 1 milyon dolarlık kâr başına düşen emisyon miktarına göre sıralayıp en alttaki çeyreklik dilime "yeşil şirketler", kalanına "kahverengi şirketler" diyorlar. Sonra, ABD gazetelerinde iklim krizi ile ilgili çıkan haberleri tarayarak, bu konudaki haber akışının ve bağlantılı olarak iklim krizine dair endişelerin arttığı dönemleri tespit ediyorlar ve bu dönemlerde "yeşil firmalar"ın performansının diğerlerinin önüne geçtiğini görüyorlar (Ardia et al.). Burada iklim krizi, sürdürülebilirlik gibi alanlarda farkındalık arttıka, yatırımcıların bu konuda gelecek düzenleme beklentilerinin arttığı da rahatlıkla varsayılabilir. Yani önümüzdeki dönemde bu düzenlemeler nedeniyle kahverengi şirketlerin nakit akımlarının zedelenebileceğine dair beklentiler, yeşil şirketleri destekliyor olabilir.

Bu bir yatırım tavsiyesi mi Ünüvar? Çevreye duyarlı, kalkınmaya duyarlı firmalar hep kazandırır mı?

İzninizle ben değil, sayılar yanıtlasın ve birkaç örneğe bakalım: ABD'de FTSE Russell Endeksi içerisindeki Yeşil Endeks üzerinden, yeşil ekonomiye geçişe katılan şirketlerin oluşturduğu endeksin getirisini genel endeks getirisine karşı kıyaslayabiliyoruz. Aşağıdaki tablo, gelişmekte olan ülkeler için bakıldığında, parayı yeşile yatırmanın hiç de fena bir fikir olmadığını gösteriyor. Ama arada çok büyük bir fark vardır da diyemiyoruz.

Yıllık Getiri, %, ABD Doları	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Yeşil Endeks	-18,6	18,1	-2,9	1,5	-15,3	14	32,8	-12,3	21,2	16,1
FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler	-19	17,9	-3,5	1,6	-15,2	13,5	32,5	-13	20,6	15,5

Kaynak: FTSE, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Olumsuz örnekler de var. Saxo Bank 18 yıldır takip ettiği "yeşil dönüşüm" endeksinin, bu süre içerisinde iki kez kahverengi endeksin gerisinde kaldığını duyurdu, bunlardan bir tanesi bu sene Mayıs'ta gerçekteşti.

Velhasıl yeşil sektörler her zaman kazandırır demek elbette ki mümkün değil. Ama zaten bunu söylemenin mümkün olduğu herhangi bir sektör de yok. Uluslararası ticaretteki düzenlemelerin düşük karbonlu dönüşümü destekler yönde gelişmesini bekliyor musunuz? Tüketici tercihlerinin sorumlu şirketlere yönelmesini bekliyor musunuz? O halde sermayenin de düşük karbona yönelmesini beklemek makul. "Vay ben duymadım, aman ben görmedim!" olmasın sonra!

Kalkınma Günlükleri

Çok "Yeşil" Hareketler Bunlar!

Hayat değişiyor, çevremiz, sorunlarımız değişiyor, bizim de sözcüklerimiz değişiyor. Kendi adıma, uzun bir zamandır "kalkınma" yerine "düşük karbonlu kalkınma" demeyi, yazmayı tercih ediyorum. Yeni Ay'ın bu sayısında örneğini vermeye çalıştığım üzere, her konuyu düşük karbonlu kalkınmaya getirme ısrarım da devam ediyor!

** "Vay arkadaş, Bitcoin'in fiyatına bak!" mı dediniz?

Karbon fiyatlarından bahsetmiş miydiniz?

** "Hisse senetlerini neye göre seçiyorsun? diye mi sordunuz?

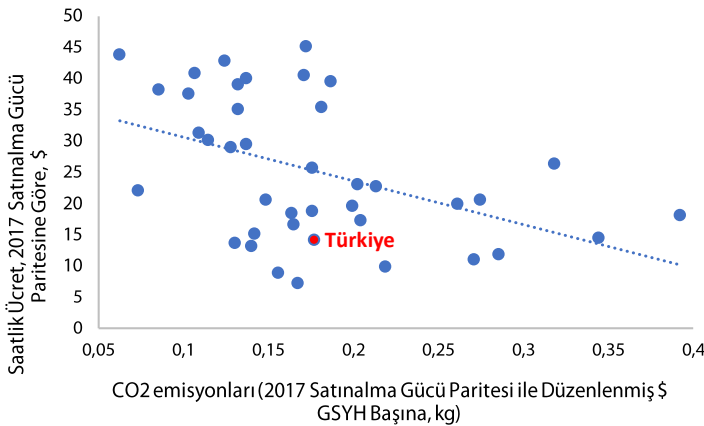
Yeşil firmaların hisselerinin performansını anlatmış mıydınız?

Çok doğaldır ki, iktisadi oyuncuların tamamını etkileyen bu ciddiyette bir dış şok, politika yapıcıları da etkiliyor ve etkileyecek. Velhasıl, onlardan bahsetmeden Yeni Ay'ı kapatmak olmaz! Nitekim Yeni Ay'da sıklıkla değindiğim yeşil merkez bankacılık konusu da yakın zamanda epey popüler oldu. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) da son Finansal İstikrar Raporunda iklim vurgusunu özel bir kutu içerisinde bizimle paylaştığını memnuniyetle gördük. Açıkçası, TCMB'deki meslektaşlarımızın bu konuda çok daha detaylı çalışmaları yakında bizimle paylaşacaklarına inanıyor ve heyecanla bekliyorum (Misal, Enflasyon Raporu?).

İklim krizinin fiyat istikrarını tehdit eden bir unsur olduğunu biliyoruz. Arz yönlü şokların ikincil etkileri, para politikası tepkisi gerektiren bir noktaya gelebilir. Bir yandan da iklim krizinin etkilerinin göz ardı edildiği enflasyon tahminleri ile yapılan iletişim, güven açığı yaratabilir. Yine aynı şekilde iklim krizinin yıkıcı etkileri, farklı sektörler üzerinden finansal istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi tehdit edici boyutlara ulaşabilir. Bu açılardan bakıldığında konunun politika yapıcıların tercihleri ile kesişeceği çok açık.

Ancak bundan daha önce yapılması gereken bir tercih var. O da, tepkinin zamanlaması. Yani iklim krizinin yıkıcılığı beklenenecek ve sonrasında hasarı toplamak için mi tepki verilecek yoksa öncesinde hasarı önleyici adımlar mı atılacak? Her ikisi de mümkün ama aşık ki, Dünya Bankası "Yeşil Toparlanma" derken, ikincisine vurgu yapıyor. Hem düşük karbonlu sektörlere yatırımın, hem de yüksek karbonlu sektörlerde dönüşümün desteklenmesi, politika yapıcıları için takip edilebilir bir patika olarak karşımızda duruyor. Lübnan Merkez Bankası'nın 10 yıldır enerji sektörü için uyguladığı farklılaştırılmış zorunlu karşılık uygulaması, yakın zamanda Japonya Merkez Bankası'nın kredilerin yeşil dönüşümü desteklemesi için ihtiyati tedbirleri devreye sokabileceğini söylemesi, olumlu örnekler. Bu örneklerin sayısının çoğalacağını beklemek yanlış olmaz.

Peki bunlar olunca ne olur Ünüvar? Enflasyon mu düşer? Finansal istikrar mı gelir? Yukarıda tarif ettiğim aktarım mekanizması üzerinden bunlara katkısı olacağı elbette çok açık. Ancak sanırım daha önemli bir noktanın altını



çizmek gerek. Düşük karbonlu ekonomiye geçiş, her şeyden önce bir yeniden konumlanma hikayesidir. Küresel rekabet platosunda ülkelerin göreceli konumunun, düşük karbon ekseninden belirleneceği bir döneme giriyoruz. Her ülkenin şuna karar vermesi gerek: yatırım cazibeniz nedir? Düşük ücret seviyeniz ile mi yatırımcı çekmek istersiniz, sorumlu üretici perspektifi ve düşük karbon dönüşümünüz ile mi? Yüksek büyüme mi istersiniz, refahı arttıran yeşil ve sürdürülebilir büyüme mi?

Makro ve mikro ihtiyati tedbirlere, bu dönüşümün ve küresel yeniden konumlandırmanın parçası olarak yeniden bakmaya ne dersiniz?

Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Kaynaklar:

- ~ https://www.tskb.com.tr/i/assets/document/pdf/TSKB_COVID-19_200420.pdf
- ~ https://www.tskb.com.tr/i/assets/document/pdf/Ye%C5%9Fil%20Mutabakat%C4%B1n%20Avrupa%20Versiyonu_%C4%B0klim%20G%C3%BCndemini%20%C5%9Eekillendirmek%20%C4%B0%C3%A7in%20Bir%20Ad%C4%B1m.pdf
- ~ Ardia, D., Bluteau, K., Boudt, K., & Inghelbrecht, K. (2020). Climate change concerns and the performance of green versus brown stocks. *National Bank of Belgium, Working Paper Research*, (395).
- ~ <https://www.home.saxo/content/articles/equities/the-second-collapse-of-green-vs-traditional-energy-12052021>

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

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

2021 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.

