



Yeni Ay

Mart 2021

#33

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

Nerede Kalmıştık?

Yeni Ay, en son 1 Haziran 2020'de posta kutunuza düşmüştü. İş planımdaki ve takvimimdeki değişiklik nedeniyle yazılarıma ara verirken, tekrar Yeni Ay'la mı yola devam ederim yoksa farklı bir raporla mı size ulaşırım açıkçası ben de bilmiyordum. Fakat her yolun Roma'ya çıkması gibi, her hesap beni yine yeni yeniden Yeni Ay'a getirdi.

Yeni Ay, çünkü:

- Bir kalkınma bankası iktisatçısı gözlüğüyle ekonomiyi anlatmayı önemsiyorum
- 10 yıl yaptığım yatırım bankacılığında kalma piyasa refleksinin peşinden gitmeden duramıyorum
- Cübbeyi giydiğim her gün gurur ve mutluluk duyduğum akademiden çalışmalarını aktarmanın gerekliliğine inanıyorum

Velhasıl, usulen "Nerede Kalmıştık?" diye sorsam da, aslında hiç bırakmamış gibi, merhaba!

*Bazı şeylerin değişmediğini görmek de bu merhabayı kolaylaştırıyor. Nitekim aradan haftalar-aylar geçti, bir futbol sezonu, bir yaz, bir kış geçti ama işte Covid-19 geçmedi. Haziran'da veda ederken Covid-19'un getirdiği dert-tasa için "Kemerleri sıkı bağlayın, sallanacağımız süre 2020-2021'in ötesine geçecek." diye yazmışım. Hâlâ aynı fikirdeyim. Artık şurası kesin ki, bir **Covid Yılı** 12 aydan uzun sürecektir. Aşılma yaygınlaşıp eski normale yaklaşıp bile bugünlerin izlerini silmek için zamana ihtiyaç olacak. Ama daha önemlisi böyle bir salgının tekrar etme olasılığına hazırlanan ülkelerin-bireylerin değişen davranışlarının yansımaları karşımıza çıkacak. Yani konuşacak konu çok!*

Bu ay ilk olarak enflasyonu konuşarak başlayalım izinle. Covid önlemlerinin tetiklediği ABD olası enflasyon senaryoları çok soruluyor. Ama sonra bir Yeni Ay'da da isterim ki değerlemeler ile fiyatlar arasında açılan uçurumu, yani küresel finansal istikrarın önündeki riskleri konuşalım. Ah! Mevzu çok lakin zaman dar.

Bilim virüsü yenecek! Hiç şüphem yok! Ancak iyileşme konusunda temkinli olan taraftayım. Hani geçen yıl Haziran'da sıkı bağlamanızı rica ettiğim kemerler var ya... Çözmeyin daha onları olur mu? İhtiyaç olacak!

~ 3 Mart, Şubat Ayı Enflasyon Verileri

Yukarı yönlü sürpriz, temkinli beklentileri artırır. Aşağı yönlü sürprizin etkisi ise sınırlı olur.

~ 11 Mart, Avrupa Merkez Bankası Faiz Kararı

"Durun daha toparlanmadık!" diyecek AMB. Hakkı da var elbet!

~ 17 Mart, ABD Merkez Bankası Faiz Kararı

Ah Powell Başkan! Toparlanma kurgulamak mı, iletişim mi yoksa Yellen'la kıyaslanmak mı daha zor?

~ 18 Mart, TCMB Para Politikası Kurulu Toplantısı

TCMB'nin temkinli-sıkı konuşmak için hakkı da, yeri de var!

Yeni Ay
Mart 2021



Fiyat İstikrarı Candır

İnternet sayfasına girerseniz, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) logosunun hemen sağında bir cümle yazar: Merkez Bankasının temel amacı **fiyat istikrarını** sağlamaktır. Benim de burada yaptığım gibi “fiyat istikrarı” kısmı daha koyu ve kalın harflerle yazılmıştır. Seneler içinde TCMB’nin internet sayfasının tasarımı birden fazla kere değişse de, bu cümlenin yeri hep giriş sayfasının en üstü olarak korunmuştur...ve bence yeri tam da orası olmalıdır.

Benim yaş grubumun iktisat eğitimi aldığı yılların ağırlıklı vurgusu Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat İstikrarı üzeriydi. Bilanço hedeflemesi, büyüme hedefi gibi alternatiflere karşı çıkan bir uzlaşa vardı. Hiç lafı dolandırmayayım ben de tam bu uzlaşaya uygun bir şekilde Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat İstikrarı vurgusunun bayrak taşıyanlarından oldum... yakın bir zamana kadar...

...bugün geldiğim noktada 2008 Küresel Krizi ve şimdi de içinde bulunduğumuz Covid-19 Krizi ile birlikte ülkeden ülkeye farklılık gösterecek şekilde Enflasyon Hedeflemesi rejimini tartışmaya artık daha açığım. Ancak fiyat istikrarı konusunda duruşum net: Fiyat istikrarı candır!

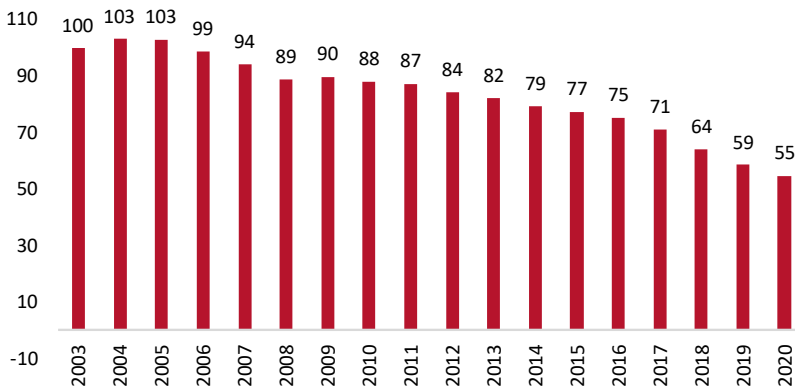
TCMB 2006’dan bu yana kesintisiz bir şekilde Açık Enflasyon Hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası. Yakın zamanda TCMB’nin sunumlarında, raporlarında fiyat istikrarı vurgusunun arttığını gözlemliyoruz. Açıkçası ben bu duruşu destekleyenlerdenim. O nedenle Şubat Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısının ardından yapılan basın açıklamasına eklenen bir cümleyi burada paylaşmak istiyorum, hemfikir olarak: *Kalıcı fiyat istikrarı ve %5 hedefine varıncaya kadar, para politikası faizi ile gerçekleşen/beklenen enflasyon arasındaki denge, güçlü dezenflasyonist etkiyi koruyacak şekilde kararlılıkla sürdürülecektir.*

Peki neden mi fiyat istikrarı vurgusunu bu kadar çok önemsiyor ve TCMB’nin kararlılığını destekliyorum? Çünkü gelir dağılımını bozan, en çok da düşük gelirli gruba zarar veren yüksek enflasyon mutlaka mücadele edilmesi gereken bir olgu. Alttaki grafik, maaşı her yıl enflasyon hedefine uyumlu olarak artan bir kişinin alım gücündeki değişimi, satın

alınabilen 100 maddelik varsayımsal bir sepet üzerinden gösteriyor. Enflasyonun hedefin üzerinde kaldığı yıllar içerisinde, kişinin alım gücünün de eridiğini görüyoruz.

Kalkınmaya giden yol, sadece pastayı büyütmekten değil, o pastayı adil bir şekilde bölüştürmekten ve bölüşüm için daha fazla paydaşı görünür yapmaktan geçiyor. Enflasyonla mücadeleye bu bölüşümü destekleyici bir unsur olduğu için de kararlılıkla “Evet!” demek gerekli. Böyle bakınca Şubat PPK’daki cümle daha da anlamlı olmuyor mu?

Satın Alma Gücündeki Değişim - 100 Maddelik Sepet



Kaynak: TÜİK, IMF, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Yeni Ay
Mart 2021



Ey Enflasyon! Geldiyse Üç Kere Vur!

ABD’de enflasyon geliyor mu, gelmiyor mu, geliyor mu, gelmiyor mu? İzinizle bir de ben anlatayım:

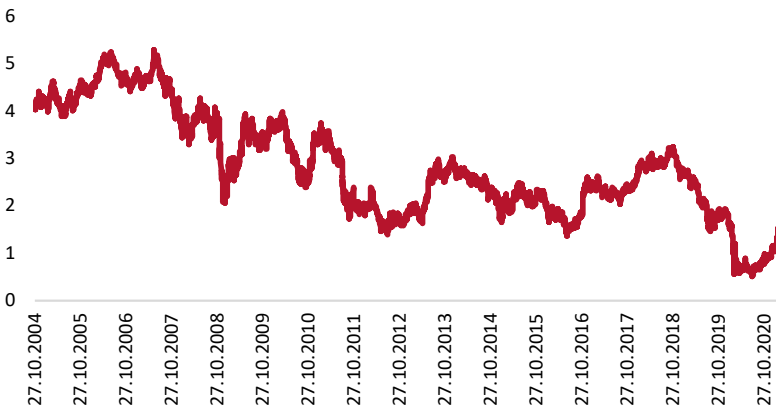
Daha önce ABD’de Merkez Bankası başkanı olan Yellen, bu kez Hazine’nin başında. Gönüllerin şampiyonu Yellen Başkan, ABD’de KOBİ’lerin durumu iyileşene kadar destekleyici parasal ve mali duruşun devamından yana. Bu noktada kamu borcunun artmasına dair bir endişesi de yok gibi (şimdilik). Hatta önemli olanın borcun milli gelire oranı değil, faiz ödemelerinin milli gelire oranı olduğunu söylüyor...

Borçlanma iştahı, yakın zamanda tedarik zincirinde yaşanan sorunlar ve soğuk kış şartlarının yukarı çektiği emtia fiyatlarıyla birleşince, enflasyon endişeleri de sandıktan çıktı pek tabii. Ama 2020’yi %0,91 seviyesinde kapatan ABD 10 yıllık faiz tahvilinin Şubat sonunda %1,41 olması, daha derin bir açıklamayı hak ediyor. İşin sırrı, beklenen iktisadi toparlanma ve verim eğrisi ilişkisinde.

Lafı uzatmayayım. Futbol taraftarlarından sonra kamplaşma konusunda en iyi ikinci ekip diyebileceğimiz iktisatçılar burada da ikiye ayrıldı. Bir kısım enflasyon endişesi için erken olduğunu söylerken, bir kısım da “Sığınaklara!” demeye başladı bile. Ben bu yazıda, enflasyon için henüz endişelenmeyen iktisatçılardan örnek vereceğim. Bir sonraki yazıda ise tribünün diğer tarafındaki ‘şahin’leri konuşuruz.

- Gita Gopinath: IMF Başekonomisti Gopinath, ortada bir toparlanma görmediği için ABD’nin yakın zamanda gelecek 1,9 trilyon dolarlık mali paketi de dahil, endişe edilecek enflasyonist bir risk de görmüyor. Küreselleşme, artan otomasyon ve merkez bankalarının kredibilitesinin, enflasyonda ani sıçramalara engel olmasını bekliyor.
- Itamar Dreschsler, Alexi Savov, Philipp Schnabl: Üç akademisyen, 1970’lerde ABD’de yükselişe geçen enflasyonun kontrolden çıkmasının temel gerekçesi olarak, parasal aktarım mekanizmasını işlevsiz hale getiren bir finansal düzenlemeye işaret ediyor. Mevduat faizleri üzerine limit getiren bu düzenleme, aktarım mekanizmasını bozarak FED’in parasal sıkılaştırmasının etkilerini sınırlıyor ve enflasyonla mücadelede başarısız olunuyor. Bugün böyle bir engelin olmaması, FED’in enflasyonun kontrolden çıkmasına izin vermeyeceğine işaret ediyor.

ABD 10 Yıllık Tahvil Faizleri, %



Kaynak: Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Bu satırların yazarı, enflasyondan korkmaktadır. Gelir adaletini bozan, en çok da düşük gelirli gruba zarar veren enflasyon, önden yüklemeli tepki gerektiren bir risktir. Enflasyonun ABD’de olması bizi etkilemeyeceği anlamına gelmiyor. Sermaye piyasaları kanalı başta olmak üzere pek çok kanaldan tüm dünya ve Türkiye için yakından takip edilmesi gereken bir gelişme. Ancak enflasyona geç müdahale etmenin olduğu gibi, erken müdahale etmenin de zararları var. Velhasıl, enflasyon görünümünü doğru anlamak önemli ama önce bir sakin!

Kalkınma Günlükleri

Gerçek Kardeşlik Paylaşılan “Aşı”da Başlar

Ursula Le Guin okurları başlığı hemen tanıdımlardır diye tahmin ediyorum. Yazarın Türkçe’ye Mülksüzler başlığıyla çevrilen kitabında geçen bir konuşmada, kitabın kahramanı “Gerçek kardeşlik paylaşılan acıda başlar.” der. Ben, bir sözcük değiştirerek konuyu aşıya getiriyorum izninizle. Sebebi de yakın zamanda okuduğum bir makale.

Cem Çakmaklı, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yeşiltaş ve Muhammed A. Yıldırım tarafından yazılan ve bir özeti VOX-EU’da yayınlanan makale, küresel anlamda aşı dağıtımındaki farklılaşmaya ve olası iktisadi sonuçlarına yoğunlaşıyor.

Şüphe yok ki artık ülkeler aşılana(a)mayanlar olarak ikiye ayrılacak. Gelişmiş ülkelerin aşıya erişimde önde olduğunu görebiliyoruz. Gelişmekte olan ülkeler ise nüfuslarının aşıya erişimini daha geriden sağlayabilecekler gibi görünüyor. Gelişmiş ülkelerin 2021’in ilk dört ayında aşılama sürecini tamamladığı, gelişmekte olan ülkelerin ise nüfuslarının yarısını aşılama ancak 2022’nin başlarında tamamladığı bir senaryoda küresel ekonominin karşılaştığı maliyetin 3,8 trilyon dolar olacağını hesaplıyor yazarlar. Üstelik bu faturanın %49’u, gelişmiş ülkelere çıkacak. Birazdan detaylara geçeceğim ama çalışmanın sonuçlarıyla ilgili en baştan şunu ilıştiryim hemen: belki bazılarımız güvertede bazılarımız birinci sınıf kamarada seyahat ediyor ama görünen o ki hâlâ aynı gemideyiz.

- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler birbirlerine ticaret ağları ile bağlı. Gelişmekte olan ülkelerin Covid-19 ile mücadelede geri kalması, iç taleplerindeki iyileşmenin önüne geçerek, gelişmiş ülkelerin ihracatını zedeleyecektir. Yine aynı şekilde sanayilerinin toparlanamaması, gelişmiş ülkelerin ithal ettiği ürünlerde aksamalara neden olarak sanayi üretimlerini olumsuz etkileyebilecektir.
- Çalışmanın sonuçlarına göre, aşılamanın gelişmekte olan ülkelerin sektörlerine verdiği zararın boyutu, gelişmiş ülkelerdeki sektörlerin aldığı zarara göre daha büyük.
- Gelişmiş ülkeler aşı sürecini hızlıca tamamlayarak, iç talebe duyarlı sektörlerini destekleyebilecekler gibi görünüyor. Ama ticari ortağın aşılama geride kalan ülkeler olduğu sektörler, kırılan kalacaklar.
- Dış ticaret açıklığı, aşılamanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında dengesiz ilerlemesinden doğacak zararın derecesini de etkileyecek. Örneğin, Hollanda ile ABD kıyaslandığında Hollanda’nın ticarete açıklığı yüksek olduğu için daha çok zarar göreceği tahmin ediliyor. Aynı şekilde Brezilya ile Türkiye kıyaslandığında, dış ticaret açıklığı görecek yüksek olan Türkiye’deki sektörlerin karşılaştacağı maliyetin daha yüksek olması bekleniyor.

Bir halk sağlığı meselesi olan aşının koşulsuz bir şekilde eşit erişime açılması gerektiğini söylemek için elbette iktisadi bir gerekçeye ihtiyaç yok. Ancak temel gıda maddelerinin bile eşitçe bölüşülmediği bir dünyada aşının eşitçe dağıtılacağını düşünmekte zorlanıyoruz değil mi? Hele de üretim, dağıtım, patent, alım gücü gibi kriterler ortadayken. Fakat belki de karar vericilere, bu eşitliğin iktisadi olarak da anlamlı olduğunu göstermek faydalı olur, ne dersiniz? Aşıya erişim eşit olmalı! Halk sağlığı bunu gerektirdiği için, doğrusu bu olduğu için, iktisadi zararları azalttığı için... Gerekçeyi siz seçin ama eşitlikte uzlaşalım!

Kaynaklar:

- ~ <https://blogs.imf.org/2021/02/19/structural-factors-and-central-bank-credibility-limit-inflation-risks/>
- ~ http://pages.stern.nyu.edu/~pschnabl/research/DSS_Inflation_Feb2020.pdf
- ~ <https://voxeu.org/article/economic-costs-inequitable-vaccine-distribution-across-world>

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

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.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr

