



Yeni Ay

Nisan 2019

#18

Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

TSKB Ekonomik Araştırmalar

Meselem...

ABD büyümesi hakkındaki endişeler arttı hatta faiz indirimi isteyenler çıkmaya başladı. Almanya'da 10 yıllık faizler sıfırın altını test etti. İngiltere'de Brexit yılan hikayesi. Dev uluslararası şirketler istihdam azaltma kararlarını açıklıyor. Yıllarca reel sektöre krizde ayakta kalabilmenin tek yolu olarak "birleşme"yi öneren uluslararası yatırım bankalarından bazıları, ayakta kalabilmek için şimdi kendileri bu yolda çare aramaya başladı... Liste uzar gider ama piyasaların başı belli ki sisli...

Türk Dil Kurumu, arabesk sözcüğünün tanımını verirken "genellikle karamsarlığı konu edinen bir müzik türü" diyor. Bir önceki paragrafta sayıp da bitiremediklerim düşünülüğünde, ben de "Küresel haber akışına arabesk bir ton hakim." desem çok da yanıltmam sizleri, değil mi?

Manzaraya uygun olarak istedim ki Yeni Ay'ın bu sayısında başlığı, mevcut arabesk tondan seçeyim. Aklıma gelen tek bir şarkı oldu: Benim Meselem...

Bilir misiniz bu şarkıyı? ("Maalesef yaaa, ben hiç Türkçe müzik dinlemiyorum." diyen arkadaşım, çok selam!) Neyse... İnternetteki açık kaynaklardan tarayabildiğim kadariyle sözleri Ali Mamaraşlı'ya ait olan ve Müslüm Gürses'in seslendirdiği şarkıda, neredeyse kendi iktisatçılığımın tarifini buldum: cevapsız sorular üst üste biner, kördüğüm misali benim meselem...

Soruları yanıtlarından fazla olan bir iktisatçı olarak, pirincin taşını ayıklamaya çalışmayacağım da doğrudan taşları yazacağım bu ay. Kalkınma bankacılığının araştırma raporu da ayrışacaksa bu şekilde ayrışsın, değil mi efendim? O zaman ver sloganı: Havadisler günlük gazetede, kalkınma postası Yeni Ay'da!

Elbette "yapısal" mevzular uzar gider, belki yazmakla bitmez ancak bir yerden de başlamak gerek. Ben bu ay şu üçlüyle başlıyorum: enflasyon-büyüme-iklim... Devamı da gelir elbet ama seçim telaşı bittiğine göre hadi ilk tuğlayı koyalım, konuşalım, konuşalım ki başaralım...

~ 3 Nisan, Yurtiçi TÜFE ve ÜFE

Derdimiz manşet rakam değil. Yayılma endeksine, hizmetler grubu fiyatlarına yakından bakacağız. Ancak asıl önemlisi, sonrasında orta vadeli beklentileri takip edeceğiz.

~ 5 Nisan, ABD Tarım Dışı İstihdam

Bunu yazmadan önce ekonomistimize danıştım. Sağ olsun lafını esirgemedi yine ve "zikzak çiziyor" dedi. Çin'le olan ticari ilişkilerin etkisi bu veriden okunabiliyor mu diye de ayrıca bakacağımızı anlıyorum. Takipteyiz!

~ 10 Nisan, Avrupa Merkez Bankası Politika Kararı ve Draghi'nin Konuşması

Faizi değil ama yeni başkanı merak ediyoruz... biraz daha bekleyeceğiz.

~ 25 Nisan, TCMB Para Politikası Kurulu

TCMB'nin enflasyonda iyileşme konusunda ikna olduğunu düşünmüyorum. Mesaj temkinli olacaktır.

~ 30 Nisan, TCMB Enflasyon Raporu

Her Enflasyon Raporu önemlidir. Ancak özellikle bu raporda, özel sektör açık pozisyonu, rezervler ve enflasyon beklentileri ile ilgili detaylı, ikna edici Kutular varsa, okumak çok keyifli olacaktır.

Yeni Ay Nisan 2019

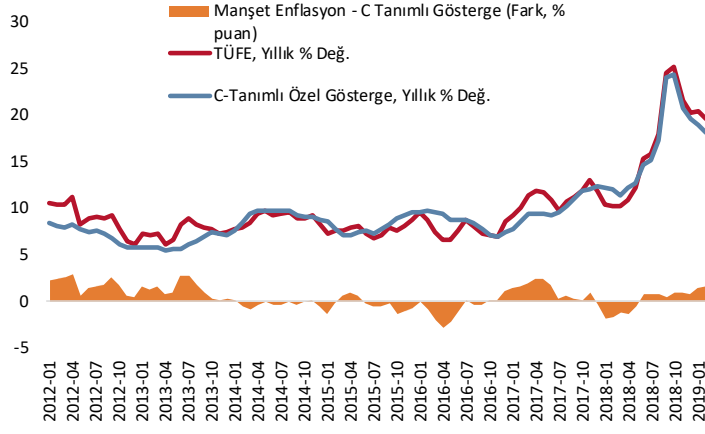


Dünya Tersine Dönse Vazgeçmem: Fiyat İstikrarı

Biliyorum bu ara rezervler ve analitik bilanço konusu çok moda. Lakin izninizle “moda; ekonomistin kendine yakışanı ve ülke için yapısal ihtiyaç gördüğünü tartışmasıdır” diyeceğim. Anladınız siz onu, konumuz: fiyat istikrarı!

Enflasyonumuzun yüksekliği malumunuz. Yüksek enflasyon bir günün işi değil elbet; hem arz hem talep taraflı sorunlar yaşadık ve beklentilerdeki bozulma orta vadeyi etkisine alan bir seviyeye geldi. TCMB de bu görüşte ki, olası bir para politikası duruşu değişimi için enflasyonda “ikna edici” bir düşüş görmek istiyor. Makul... Ama enflasyon nereden düşecek? Nasıl bir patika öngörmeliyiz?

Petrolün yükseldiği ve arz yönlü şokların fiyatlandırma davranışlarını ağırlıklı olarak etkilediği dönemde çok popüler olan bir makale geldi aklıma; Gelos, Ustyugova (2011). Oradan hareketle sorduğum soru da: manşet enflasyonun çekirdek enflasyona, çekirdeğin manşete yakınsama hızı nedir, anlamlı mıdır?



Kaynak: TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Şu konuda uzlaşalım: Artık devir değişti, tabii Çelik de (yani bizim analizler de) değişti. Velhasıl, o “tek seferlik arz şoku” analizlerine girmeyeceğim; ki durum da o değil zaten. Ama merak da durmuyor işte: Manşet enflasyonla çekirdek enflasyonun dansı ne durumda?

Buyurun yandaki grafiğe! Fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın genele yayılması ile birlikte iki seri birbirine yakınsıyor ve yakın dönemde çekirdek enflasyonun manşet enflasyonu aştığı dönemler sıklaşıyor.

Manşet enflasyonun çekirdek enflasyona yakınsama hızı anlamlı ise, rahatlıkla deriz ki, tek seferlik şokları fiyatlama

davranışlarını bozmadan atlatabiliyoruz. Ancak, bir ihtimal daha var, o da “çekirdek enflasyonun manşet enflasyona yakınsaması”. İşte burası para politikası yapıcıya mesaj barındırıyor. Çekirdek enflasyonun manşet enflasyona yakınsadığı dönemler, manşet enflasyondaki yükselişin “enflasyon beklentilerini ve fiyatlandırma davranışlarını bozduğu”na işaret ediyor (Gelos, Ustyugova, 2011). Bu da para politikası yapıcının önlem alması gerektiğini gösteriyor.

Yeni Ay için çalışırken 01/2012-02/2019 dönemini ele aldım. Manşet enflasyonun, çekirdeğin daha sık altında kaldığı 2014 sonrasına da ayrıca baktım. Çekirdek enflasyonun manşet enflasyona yakınsaması bu dönemde anlamlı.

Yakınsama Katsayısı	02/2012-02/2019	01/2014-02/2019
Manşet enflasyonun çekirdek enflasyona yakınsama katsayısı	-1.02	-0.60
Çekirdek enflasyonun (C-tanımlı) manşet enflasyona yakınsama katsayısı	-0.15	-0.92

Kaynak: TSKB Ekonomik Araştırmalar (Mavi boyanmış kutular, istatistiki olarak sıfırdan farklı değil.)

Diğer bir deyişle, enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışlarındaki bozulma yakın dönemin işi değil, mazide bir tarih yatar. Bu da TCMB’nin para politikası duruşunu değiştirmek için enflasyonda “ikna edici” düşüş istemesini çok haklı kılar. Ama bir ekleme gerektirir: Bir iki güzel veri yetmez, ikna edilecek kesim geniş, vade uzun...

Yeni Ay Nisan 2019



Gelin Tanış Olalım: Büyüme—Enflasyon İlişkisi

Politika yapıcılarının iktisadi tercihlerini anlatırken bahsettiğimiz ikilemler vardır. En sık rastladığımız ikilem de “büyüme -fiyat istikrarı” konusunda karşımıza çıkar. Şunu biliyoruz ki, fiyat istikrarı, yatırım iştahı üzerinden genellikle büyümeyi destekliyor. Dolayısıyla burada bahsedilen ikilem “zamanlama” ile ilgili. Yani politika yapıcılar da fiyat istikrarı istiyor ama buna ilişkin para politikası adımlarının zamanlaması—hızı konularında merkez bankaları ile uzlaşamayabiliyor.

Bunu ders kitaplarında okuruz da ABD özelinde canlısını, hele de sosyal medya üzerinden, takip etmek pek bir ilginç oldu. ABD Başkanının FED konusundaki eleştirileri, zamanlama tercihlerindeki bu ikilemi gözler önüne seriyor. Hadise yakın zamana kadar sadece faiz arttırma hızına ilişkin giderken, bir de faiz indirimi talebi geldi... ABD’de mevzunun daha çok su kaldıracacağı da böylece belli oldu.

Bir sayfa önce Türkiye öznesinde enflasyon gelişmelerine değinmişken, sonrasında dünya genelindeki görünüme bakmamak olmaz. Ben de kısaca enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkinin son durumuna bakmak istedim. Yeni Ay’ın içerik sınırı nedeniyle hatırlatmak isterim ki, sadece fotoğrafı çekiyorum. Phillips Eğrisi, nedensellik gibi işlere girmiyorum.

Fotoğrafı çekerken 50 ülkeyi çalıştım (ülke listesi kaynakçada). 2018 sonu yıllık tüketici fiyatları enflasyonu (gerçekleşme) ile 2018 sonu reel GSYH büyümelerini (IMF tahmin) ele aldım. Bu ülkeler için %3,3’lük bir medyan yıllık

büyüme rakamı hesapladım ki, bu seviye de bana seriyi ikiye ayırmak için fikir verdi (%3,5 eşik).

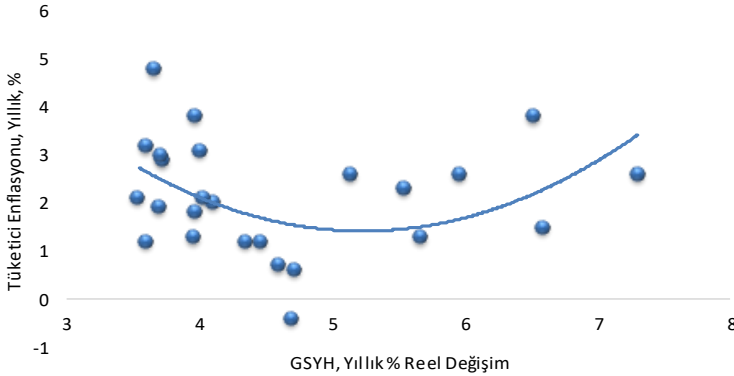
Sonucun üzerinde konuşmaya değer:

- ~ Yüksek büyüme performansına karşın, enflasyonunu sınırlı tutmayı başaran ülkeler var.
- ~ 2018 büyümesi %3,5’un üzerinde kalan 25 ülkenin medyan büyümesi %4,1, medyan enflasyonu %2,1
- ~ Bu eşikğin altında kalan 25 ülkenin medyan büyümesi %2,2, medyan enflasyonu %1,5

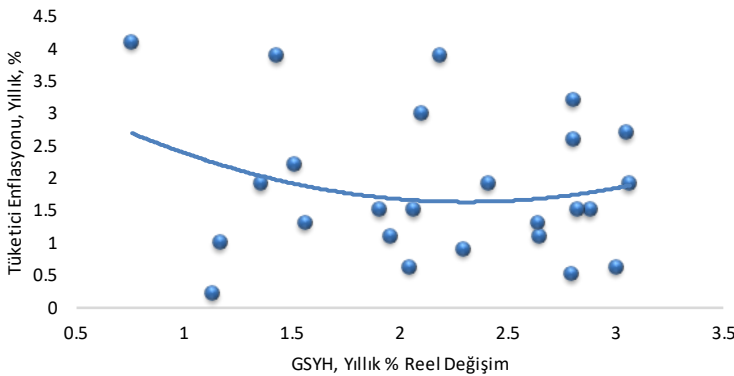
Doğrusal bir şekilde, “yüksek büyüme yüksek enflasyon yaratır” diyemiyoruz. Ama dikkat! “Onca parasal genişlemeye rağmen büyüme de yok, enflasyon da yok” da diyemiyoruz. Düşük enflasyon ile yüksek haddi bilemedin ılımlı büyüme yakalamak mümkün.

Tamam da yeni ne söylüyorsun ki? Büyüme ile enflasyon arasında bir “vazgeçme oranı” olduğunu ders kitaplarından bile çıkarttık neredeyse... Doğrudur. Ama oraya gelene kadar söylenecek söz belki de şu olmalı: büyüme ve enflasyon konusu sadece merkez bankası üzerinden tartışılmamalıdır. Üretim faktörlerinin değerlendirilmesi, insan kaynağı ve orta vadeli planlama her şeyden önce gelir.

Yıllık GSYH Büyümesi > %3,5



Yıllık GSYH Büyümesi < %3,5



Kalkınma Günlükleri

FED'in ve Otostop unun Biyosfer Rehberi

İklim teması bir "sosyal sorumluluk" olmaktan çoktan  ıktı. Aynı biyosfer altında daha iyi bir gelecek isteyen iktisatçıların görünürlükleri giderek artıyor. Burada bahsettiğim g r n rl  n geçmiş yıllardan farkı, iklimle piyasa iktisadının keşişti i noktaların da konuşuluyor olması.

Bir örnekle somutlaştırayım. Glenn Rudebusch, ki muhterem San Francisco FED'in başkan yardımcısı olur, 25 Mart'ta FED'in internet sayfasında bir makale yayınladı. Makalenin başlığı: İklim De işikli i ve FED!

Hadi canım! Oysa biz FED deyince taksimetreyi hep "tarım dışı istihdam" ve "saatlik ücretlerdeki değişim"den açarız, değil mi? Konu mutlaka "FED faizleri değiştirecek mi?" noktasına gelir dayanır. FED'in "nokta tahmin" grafiklerini kolumuza dövme yaptırıp gezer, sonra da bir değişiklik olduğunda "aaaaaa!" deriz, değil mi? De ilmiş demek ki...

Sanırım şimdi "para politikası kararları veriye bağlıdır " (data-dependent) cümlesini bir kez daha hatırlatmanın zamanı. Peki ama hangi "veri"?

Hani yukarıda bahsettiğim Rudebusch'un iklim makalesi var ya... Onun yayınlandığı e-makale serisinde başka ne başlıklar var, kısaca bir tarayalım. Belki oradan çıkartırız hangi verilerin para politikası için yakından takip edildiğini.

-25 Mart 2019: İklim De işikli i ve FED

-4 Mart 2019: Finansal Krizlerin Modellenmesi

-25 şubat 2019: Çin ile Ticari Gerginli in Enflasyonist Etkileri

-11 şubat 2019: Enflasyon: Philips Eğrisine Stres Testi Uygulaması

Görülüyor ki, FED para politikası kararlarını etkileyecek pek çok makro değişkeni yakından takip ediyor ve yine görülüyor ki, iklim değişikliği bunlardan bir tanesi.

Makro iktisadi araştırmalar, optimal para politikası tasarımının fiyat dinamikleri ve çıktı tahminleri için oldukça uzun vadeli bir perspektife sahip olması gerektiğini söylüyor. Örneğin bir merkez bankasının nüfus dinamiklerine yakından bakmasına şaşırmıyorsak, iklim de işikli ine olan ilgiye de şaşırmamalıyız.

Makaleyi burada  zetlemeyece im, meraklısı için kaynakçaya bağlantısını iliştirdim ama birkaç maddede FED ile iklim değişikliği ilişkisini not etmek isterim (makaleye atıfla):

- ~ İklim de işikli inin getirdiği yeni duruma uyum sağlayamayan endüstriler verimsizleşirken, fiyatlandırmada kalıcı yu-karı yönlü kırılma, üretimde ise aşağı yönlü baskı olabilir
- ~ İklim de işikli ine ba lı sert hava olaylarının yarattığı zararlar arttıkça, finansal istikrar üzerinde de olumsuz etki yara-tacaktır
- ~ İklimle ilintili finansal risklerin artması, kredi spreadlerini yükseltebilir, tedbir amaçlı tasarrufları arttırabilir ve finansal bir krizi tetikleyebilir

Velhasıl, para politikası çalışacak arkadaşlarım mutlaka iklimi de dert etsinler. Yeşil para politikası, yeşil parasal geşiş-leme konularını da başka bir Yeni Ay'da konuşmak için notumu aldım.

Para politikası demek, büyüme patikası, enflasyon görünümü, sermaye hareketleri de demek. Eninde sonunda hisse senetleri, tahvil piyasası, varlık fiyatları demek... Demek ki neymiş, havalar nasıl olursa olsun, bizim havamız iyi olma-yabiliyormuş...Uluslararası sermayeyi otostop lara benzetirsek, FED'in rehberine göre gezegene iyi bakmakta fayda var. Teknik analizci kardeşim,  iz bakalım bir "**temiz gezegen**" ama o olmuyorsa da "**havada bulut**" formasyonu!

Kaynaklar:

- ~ Gelos, G., & Ustyugova, Y. (2012). *Inflation Responses to Commodity Price Shocks: How and Why Do Countries Differ?* (No. 12/225). International Monetary Fund.
- ~ <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/march/climate-change-and-federal-reserve/>

Notlar:

Çalışılan ülkeler: Hindistan, Çin, Filipinler, Ermenistan, Malta, Gürcistan, Endonezya, İrlanda, Malezya, Tayland, Slovenya, Polonya, Peru, Lüksemburg, Macaristan, Şili, Romanya, Kıbrıs, Latviya, İzlanda, Estonya, Kazakistan, Bulgaristan, İsrail, Litvanya, Yeni Zelanda, Çekya, İsviçre, ABD, Avusturya, Hollanda, Kolombiya, Hırvatistan, İspanya, Finlandiya, İsveç, Portekiz, Meksika, Norveç, Kanada, Yunanistan, Danimarka, Almanya, Fransa, Belçika, Brezilya, İngiltere, İtalya, Japonya, Güney Afrika

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

arastirma@tskb.com.tr



Ekonomik Araştırmalar
arastirma@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO: 81
FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE
T: +90 (212) 334 5041 F: +90 (212) 334 5234

2019 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   