



Yeni Ay

Nisan 2025

#82

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

Direktör—Başekonomist

Sapa, Kulba, Kapağa*

Yeni Ay'ın giriş sayfası, ya haftalar önceden yazılır ya da son dakika. Daha ikisinin ortası olduğunu hiç görmedim. Bu kez, haftalar öncesinden ve farklı bir başlıkla yazmış, kenara park etmişim. Ancak araya son dakika bir müzik molası girdi ve yazdıklarım değişti. Yaşı bana yakın olanlar ve başlığı tanıyanlar zaten anlamıştır: Barış Manço'dan bir alıntı ile karşınızdayım.

Bu arada kendisinin neredeyse bütün şarkılarını bilirim zannederken, yepyeni parçalarını keşfettim. Misal, batıya açılan pencereyi tarif ettiği parçasını bilen varsa yazsın bana, yoksa bir gün ayrıca sohbetini yapalım onun:)

Uzاتمıyorum, dilimde bu şarkılarla bayram tatili arasına girdim. Tabi tatil kağıt üstünde, malumunuz bizim piyasalar hiç kapanmaz, haber akışı hiç bitmez. O nedenle hem pek keyifli, hem pek hareketlidir işimiz. Geçtiğimiz iki gün de pek farklı olmadı. Bir yandan Trump'ın tarifeleri için geri sayım heyecanı vardı, diğer yandan bu tarifeleri getiren mekanizmanın şeffaflığını henüz yeterince sorgulamamışken, "Tarifelere karşı optimal para politikası tepkisi" başlıklı makaleyi tartışırken bulduk kendimizi. Bir türlü içimin ısınmadığı "gri kuğu" meselesi ısıtılıp yine karşımıza çıktı. "Bile bile lades" diye açıklayabileceğimiz bu kavramda, yatırımcılar bariz bir riski görse de ona göre pozisyon almıyor ve terste kalıyor. Tahvil yatırımcıları şimdi bu gri kuğuyu pek konuşarak aslında bir piyasa çalkantısının eşiğinde olabileceğimiz endişesini de tetikliyorlar. Bunun yanına bir de teknoloji hisselerinde balon endişesi ve Avrupa Merkez Bankası'na yeniden faiz indirme baskısı eklendi. Bu sırada madalyonun diğer tarafında Duncan Green gayet sinirli bir şekilde tekrar sahaya çıktı. "Hah şimdi bir yerlerden Bat-mobil de çıkacak ya da Clark Kent üzerini değiştirmeyi unutup tepemizden uçacak" derken, geldik açık piyasaları. Müzik de devam, dans da.

Ben de Yeni Ay'ın bu sayısında işte bu gürültülü küresel ajandayı (Yukarıdaki paragrafı yazarken bile yorulmuş.), özellikle piyasa perspektifinden yazmak istedim. Son 15 senede gerçekleşen muazzam finansal ve teknolojik gelişmelere rağmen, küresel kalkınma ajandasının çok gerisindeyiz. Hızlanmamız gerektiği konusunda uzlaşıyorsak, yapmamız gereken şey piyasayı dışlamak değil, anlamak ve düzenlemek. Tercihlerimizin çok daha önemli olduğu bir noktadayız. Tarifelere karşı optimal para politikası tepkisini hesaplamak iyi de, o tarifeleri ve o tarifeleri getirenleri sorgulamak da şart. Yükselen piyasalara rağmen artan fakirliğe dertleniyor, boş tencerenin bu masada olmasını istemiyorsak eğer, boş politikaları da masada tutmamız gerek. Sapa, kulba, kapağa bakma günü değil. Gün, sonuç odaklı adil politikaları tartışıp bu yolculuğa piyasaların gücünü de dahil etme günü. Hemfikirsek; buyurun dostlar buyurun!

~ 3 Nisan, TÜFE-ÜFE

Her enflasyon verisi önemli. (Bu cümlem hiç değişmiyor farkında mısınız?).

~ 4 Nisan, Powell Ekonomik Görünüm Hakkında Konuşacak

Etrafta FED'in ekonomist sayısını fazla bulan makaleler artarken, net konuşma günüdür Powell Başkan!

~ 17 Nisan, TCMB Para Politikası Kurulu Toplantısı

Pas geçme olasılığı yüksek.

~ 17 Nisan, Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Toplantısı

Faiz indirim baskısı yeniden başladı. Veriler karışık. Pas geçilecek yer daha geniş bence.

~ 23 Nisan, Ulusal Egemenlik ve Çocuk Bayramı

Tüm çocuklara -içimizdeki dahil- kutlu olsun. Sorumluluk baki!

* Barış Manço'nun güftesinden alıntı ile ve kendisinin anısına saygıyla

Yeni Ay Nisan 2025



Ne Yapacaksa Piyasayla Birlikte

Bankamızın podcast serisini takip ettiniz mi? Serinin ilk konuklarından biriyim ve ilgilenenler için bağlantıyı kaynaklara ekledim. İzleyebilir, dinleyebilir ya da izlemiş/dinlemiş gibi yapıp bana "Ağzına sağlık" e-postası atabilirsiniz:)

Podcast yayınında kendimi 'Profesyonel bir merak edici' olarak tanımlıyorum ve gerçekten de biz ekonomik araştırmacılar için bu tanımın çok isabetli olduğunu düşünüyorum. Bir süredir kafayı, giriş yazısında da bahsettiğim "gri kuğu"ya taktığım için, yakın dönemde sermaye piyasalarında paranın nereye gittiğini merak ettim (Tabi ben bunu fonlar -ETF- üzerinden ele alacağım). Soru gibi soru; sorması güzel, araştırması daha güzel. Gelin birlikte bakalım.

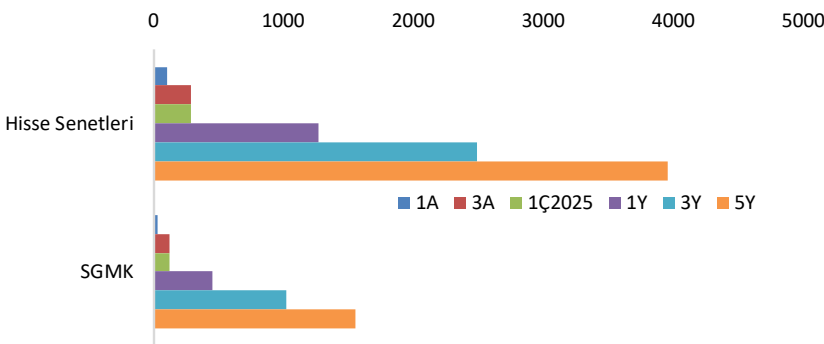
- ~ Hisse senetleri piyasası hala hareketli. Son beş yılı dönemlere ayırdığımda, aynı zaman dilimleri içerisinde hisse senetleri piyasasına girişin, sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasına girişin yaklaşık 2,5 katı olduğunu görüyoruz.
- ~ Son bir ayda bu oran değişmiş. Hisse senetlerine giriş, SGMK girişinin 4 katı.
- ~ Trump tarifelerinin devreye gireceği 2 Nisan'ın bir hafta öncesinde ise rüzgarın yönü değişiyor. Hisse senetlerinden çok sınırlı bir çıkış ve SGMK'ya ve kıymetli metallere giriş görüyoruz.

Yok, bu veri yetmez. Hadi ülke-varlık eşleşmesi de yapalım.

- ~ Siz sormadan ben söyleyeyim muhteremler: Son bir haftadır ABD'den para çıkıyor.
- ~ Yılın ilk çeyreğinde ABD hisse senetlerine giren net paranın %10'u son bir haftada çıkmış. Aynı dönemde ABD SGMK'ya giren miktar, hisse senetlerinden çıkan miktarın %35'i kadar. Yani iki piyasa arası bir değişimden bahsetmek zor.
- ~ şu meşhur 1 Nisan'da ise, ABD'de hem hisse senetleri hem de SGMK'dan çıkış var. Tabi tek günlük veri ile iş yapılmaz lakin bakmasam da olmazdı.
- ~ ABD hisse senetlerinden çıkan paranın bir kısmı, Asya ve Avrupa hisse senetleri ile emtiaya giriyor. Avrup'da bir adres söylemek zor ama Asya'da Japonya, Tayvan ve Çin önde. Çin tarafında giriş artabilir, bence Çin yeni başlıyor.

Hisse senetleri piyasaları hala dünyanın temel hikayesi. Burada yatırımcıların büyümeden ziyade değer yaratan hisselerle kaydığını görüyoruz. Yani ucuz hisse arayışı ağır basmış. Teknolojideki "balon" endişeleri yatırırsa, büyüme hikayesinin geri geldiğini görebiliriz. Lakin sermaye çekmek isteyen ülkeler ve şirketler için yolun artık daha çetre-filli olacağını söylemem gerek.

ETF'lerde Net Sermaye Hareketi, ABD Doları, mr
ABD Doları



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #82

Tarifeler, siyasi belirsizlikler, yine dolmaya başlayan küresel seçim ajandası... Düşmesi beklenen büyüme ivmesine rağmen, merkez bankalarının oyun planının net olması, SGMK yatırımcılarının elini yavaşlatıyor. Enerji emtiaları şimdilik sakin. Yine gözler hisse senetleri piyasasında. Ülke hikayesini iyileştirebilenlerin sermaye çekeceği bir podyum inşa ediliyor. Ancak bu hikaye artık sadece büyüme, enflasyon vb makro değişkenler üzerinden okunmayacak. Ayrılıklar sevdaya, veri merkezleri, teknolojik verimlilik, enerji dönüşümü de yatırım hikayesine dahil.

Yeni Ay Nisan 2025



Kedi Burada, Ciğer Nerede? Tahvil Burada, Yatırım Nerede?

Bir önceki sayfada bıraktığım yerden devam edeyim. Jeopolitik belirsizlikler, ticaret görünümünün giderek saldırgan bir hal alması, dünyada enflasyon görünümünü de flu yapıyor. Böyle bir dönemde, merkez bankalarının hareketinin yönü ve miktarı konusunda tahminler sık sık değişince, SGMK yatırımcısı da geçmiş yıllarda uyguladığı yatırım stratejisinin dışına çıkıyor. Mesele sadece durasyonu yönetmek de değil üstelik. Daha kısa vadeli al-sat'lar ve gelişmiş ülke portföylerini geliştirmekte olan ülke portföyleri ile dengelemek önemli olacak.

Bu arada SGMK yatırımcısının profili de değişti ve bu bence yeterince konuşmadığımız bir konu. OECD'nin Küresel Borç Raporu'na göre, son 3 yılda merkez bankalarının uyguladığı para politikası ve değişen risk algısı, kamunun ihraç ettiği kıymetlerin sahipliği içerisinde hane halkının payını artırdı. 2024 ise dünya genelinde kamu ihraçlarına yabancı yatırımcı ilgisinin yüksek olduğu bir yıl. Düşünebiliyor musunuz? Ciddi bir finansal okuryazarlık gerektiren SGMK piyasasında, hanehalkı ve yabancı yatırımcı karşı karşıya. Risk gibi risk.

Bu konuyu, bir başka Yeni Ay'da konuşmak üzere park ediyor ve yakın zamanda OECD Raporun'da "Yaaaa demedik mi kardeşim?" diyerek okuduğum kısma gelmek istiyorum. Malumunuz, dünya genelinde, toplam özel sektör tahvil ihracının 2021 ve 2022'de gerilediğini görmüştük. Bu dönem aslında OECD genelinde kamunun yeni ihraçlarının da azaldığı bir dönem ama kamu ve özel sektör ihraçları paralel ilerlemek zorunda değil tabii. Nitekim kamunun borçlanma motivasyonu ile özel sektörün borçlanma motivasyonu farklı olabilir.

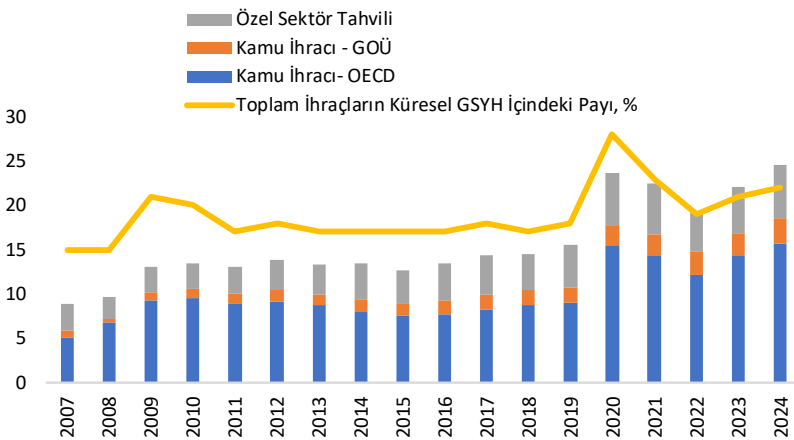
2021 ve 2022, hem enflasyonun hem de belirsizliğin yüksek seyrettiği bir dönem olunca, özel sektörün borcu azaltma motivasyonu, toplam ihraç tutarını aşağı çekmişti. 2023 ve 2024'te ise ihraçların yeniden arttığını gördük. 2024 sonunda özel sektör tahvilleri 35 trilyon dolar seviyesinde. Bu ihraçların neredeyse yarısının faiz maliyeti %4 veya daha altında. OECD'nin hesaplamalarına göre, önümüzdeki dönemde, merkez bankaları faiz indirimine gitse bile, çevrilen borcun faizinin, mevcut borcun ortalama faizinin üzerinde olacağı pek çok örnek göreceğiz.

Hah, gelelim şu borç çevirme işine. OECD'nin verilerine göre, 2009-2023 dönemindeki özel sektör ihraçları, 2008-öncesi trendin üzerine çıkarken, aynı eğilim yatırımlarda görülmemiş. Bu dönemde yatırımlar 8,4 trilyon dolar azalmış. 2000-2021 arası özel sektör tahvillerinin verimli yatırımlara değil genelde re-finansmana gittiğini görüyoruz. Aldığınız borcu verimli kullanırsanız adı kaldıraçtır, yoksa borç olarak kalır. Özel sektör tahvil piyasası genişlemesine,

"Paracıkları ne yaptınız?" sorusu ile birlikte baktığınızda, kaldıraçın sınırlı kaldığını borcun ön plana çıktığını görüyoruz. Sonra da yarattığı belirsizlikle küresel büyümeyi tehdit ettiği için Trump'a kızıyoruz, öyle mi?

Hiper-finansallaşma meselesini konuşmanın zamanıdır. Yani önceliği sadece sermaye piyasalarının getirisine verdiğimiz ve başka bir şey düşünmediğimiz günleri sorgulamanın zamanı geldi. Muhtemeldir ki yakında borç çevirme meselesini de daha çok konuşacağız. Getiriye değil fiziksel yatırımı da konuşalım muhtemeller. Çıkarın eski kitapları, klasikler ölmez!

Küresel Tahvil İhraçları, Trilyon Dolar,



Kaynak: OECD, TSKB Yeni Ay #82

Kalkınma Günlükleri

Pes Ediyorum! Veri Merkezlerine Bakalım

Hani o nefis kantomuzda “Ben kalender meşrebim, güzel-çirkin aramam.” dedikten sonra uzunca bir kriter listesi verilir ya... Hah işte, mevzu konferans, panel dinlemek olduğunda ben de öyleyimdir. Çok kalenderimdir efendim, pek bir şey aramam: Söylenenler uluslararası standartta akademik temeli olacak, konuşmacılar aktif olarak yeni çalışmaların içerisinde yer alacak, para politikası bakış açısı atlanmayacak, finansal iktisattan uzaklaşılmayacak, piyasalardan bahsedilecek, konuşmalar hepimizi daha iyi bir yere getirmeyi hedefleyen somut önerilerle bitecek.

Çok mu şey istiyorum? Bence hayır. Zaman kıymetli, yapılacak iş çok. Sadece katma değerli şeyleri okumak ve dinlemek için zaman ayırmak en doğal hakkımız. Bu nedenle de ajandamı yönetirken kesinlikle kalender meşrebim:)

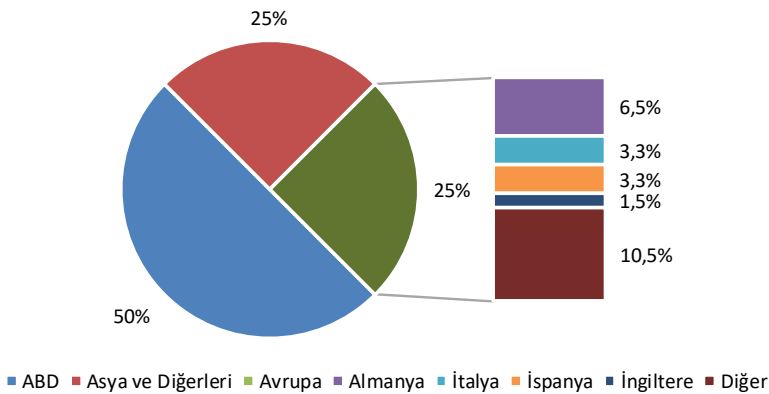
Geçen Ekim’de IMF-Dünya Bankası toplantıları nedeniyle Washington,DC’de o konferanstan bu panele koştururken, yine kriterlerim yukarıda saydıklarımı. Beni hiç yanıltmayacağını bilerek İngiltere Merkez Bankası Başkanı Andrew Bailey’nin konuşmacı olduğu bir paneli de ajandamın baş köşesine yazdım, tüm disiplinimle panel başlamadan önce salona girerek yerimi seçtim ve heyecanla dinlemeye başladım. Niyetim, biraz teknik para politikası detayı dinleyerek kendimi şenlendirmektir. Onun yerine Bailey konuya İngiltere’ye kurulmasına karar verilen veri merkezlerini anlatarak başladı. Mevzu enflasyona, para politikasına da gelir umuduyla sonuna kadar dinledim ama Bailey Başkan, veri merkezi dedi başka bir şey demedi. Kıdemli Yeni Ay okurları hatırlar, öğrenciliğimde benzer bir durumu Stiglitz’i dinlerken yaşamıştım. Merkez bankacılık anlatmasını beklediğim Stiglitz, iklim krizini anlatınca 23 yaşındaki Ünüvar’ın pek sınırlendiğini hatırlıyorum (Yeni Ay—16: İktisatçının İklimle Ne İşi Var?). 20 yıl sonra o Ünüvar, iklim krizi ile merkez bankacılığı birleştiren bir makale de yazdı ve büyük konuşmamak gerektiğini öğrendi.

Elimde böyle bir örnek olunca, Bailey meselesinde de kesin konuşamadım. Durup dururken kendimi merkez bankacılık ve veri merkezleri konusunda makale yazarken bulmayayım da:) Ama onun yerine inceden bu veri merkezleri işini okumaya başladım. Dünyada, veri merkezlerinin en çok olduğu ülke ABD. Hatta orada da Virginia ön plana çıkıyor. Geniş araziler, ucuz enerji ve düşük bürokrasinin, bu tercihi desteklediği belirtiliyor.

Avrupa da bu faktörler üzerinden, veri merkezi kurma cazibesini artırmak istiyor. Açıkçası geniş arazi sorunu yeni bir mimari ile çözerler ama Avrupa’da bürokrasi hızlanır mı bilemiyorum. Goldman Sachs, Avrupa’da planlanan bütün veri merkezleri yapılırsa, enerji talebinin %60 artabileceğini hesaplıyor. Daha gerçekçi bir inşaa planı varsayıldığında ise %25-50’lik bir artış duruyor masada.

Dünya genelinde, veri merkezlerinin toplam enerji tüketimi 50 gigavat imiş (Hiç anladığım bir konu değil.).

Veri Merkezlerinin Bağlantı Talebi (Enerji Talebi Üzerinden)



Bu talebin içerisinde Avrupa’nın payı 2020-2022’de neredeyse hiç yok. 2023’te ise %25’e çıkıyor. Yani süreç hızlı işliyor ve işleyecek.

Bu iş, merkez bankalarının işi değil, olmamalı da. Bailey de bence sadece ülke hikayesini anlatmak için topa girmişti. Yine de bir gerçek orta yerde duruyor: Dünyada ekonomi politikalarını yapanlar çıktıçığını ve görelî fiyat gelişmelerini anlamak için rekabet, nüfus dinamikleri, dayanıklı yeşil sermaye harcamaları çalışıyor mu? Çalışıyor. E, veri merkezleri ve ona bağlı olarak artması beklenen enerji ile arazi talebi bu çerçeveye giriyor mu? Giriyor. Biz bu konuyu yeterince konuşuyor muyuz? Konuşmuyoruz.

Kaynak: Goldman Sachs, TSKB Yeni Ay #82

Referanslar:

- ~ <https://www.youtube.com/watch?v=TjmtNF-gnDU>
- ~ [8ee42b13-en.pdf](#)
- ~ [Data centers could boost European power demand by 30% | Goldman Sachs](#)
- ~ [GS SUSTAIN Aldata centers' global power surge Five drivers of upsidedownside and the Reliability investment tailwind](#)

Yeni Ay'ın Geçmiş Sayılarına Ulaşmak 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.

