



Yeni Ay

Temmuz 2025

#85

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

Direktör—Başekonomist

Öyle De Olur, Böyle De Olur

Gelişmekte olan ülke ekonomistliğinde 20 yılı geride bıraktım. Belki bu 20 yılın bendeki karşılığı, belki de doğuştan tansiyonumun düşük olması nedeniyle sakın bir insanımdır. Hemen panik yapmam. Kişisel tarihim, yıllık enflasyonun %4'ün altına düşmesini beklediğimi yazdığım rapor ile (3/01/2011'de yazmışım), yıllık enflasyon %80'in üzerine çıktığında baz yılı hesapladığım anıları birlikte barındırıyor. Örneğin Danimarkalı ya da İsveçli meslektaşlarımda benzer bir performans olur mu, bilemiyorum. %4 ile %80 enflasyon arasında, nabız değişmiyor. Daha ne olsun! Atın beni Survivor Adası'na!

"Hâlâ sakın misin?" diye sorarsanız, yanıtlam keskinlikle "Evet". Lakin bu kez endişeliyim. Finansal piyasalardaki hareket değil beni endişelendiren. Hatta şöyle söyleyeyim: Küresel piyasaların hareketsiz olmasını istemeyiz muhteremler. Çünkü ölü balık yüzmez, sürüklenir. Bize hareket gerek.

Bu kez jeopolitik risklerin getireceği kırılmanın varlık fiyatlarının ötesinde tartışılmadığını görmekten, teknoloji ileri giderken uygarlığın geri gitme ihtimalinden, zenginler kulübünün diğerlerine "Verin benim topumu!" deme riskinden endişeliyim. Borcun yüksek, büyümenin düşük olduğu dünyada gerilimin ne kadar artabileceğini tarih derslerimizden biliyoruz.

Lakin iktisatçının endişesi işte ancak böyle üç paragraf sürüyor. Sonra başlıyorum çıkar yol aramaya. Var mıdır? Vardır. Gelin önce fotoğrafı çekelim.

Trump kısa vadede durmayacak. Avrupa kendi hikayesini yazamasa da, "ABD kötüleşiyor" üzerinden göreceli bir çekim kazandı. Avro'ya ve Avrupa varlıklarına ilgi devam edecek. Ben "Avro'da doğrusal değer kazancı beklemiyorum." dediğimde Avro/Dolar 1,15 idi. Şu an ekranım 1,18'i geçtiğini gösteriyor. Buradan bakınca epey doğrusal bir değer kazancı aslında. Lakin benim demek istediğim biraz orta vadeli bir durum. 3 yıl boyunca bu iş Avro lehine çalışırsa, bunu ticaret dinamikleri kaldıramaz gibi geliyor bana. O nedenle bir denge arayışının devam etmesini bekliyorum. Belli ki o dengeyi 2025'te bulamayacağız ve macera 2026'da da devam edecek.

Dış dünyayı değiştirmek elimizden gelmiyorsa –ki gelmiyor-, biz kendi hikayemizi güçlendirmek zorundayız. Son küresel sarsıntıda faizin yükselişi, risk primindeki yükselişi karşıladı ve fazla sarsılmadık. Lakin fiyat istikrarı dışında bir hikayeye ihtiyacımız var. Teknolojik yatırım çekmek, eğitimi iyileştirmek, dış ticarete rekabeti arttırmak. Hepsini ihtiyaç, hepsi yapılabılır şeyler. İyiye doğru çaba varsa, yol da var. Öyle de olur, böyle de olur! Siz bu işe var mısınız, ondan haber verin ve lütfen piyasa dediğimiz ekranın sizi ataletle sürüklemesine izin vermeyin.

~ 3 Temmuz, TÜFE-ÜFE

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

~ 24 Temmuz, TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı

Enflasyonda iyi sürpriz olasılığına kilitlenen piyasa, indirim bekliyor.

~ 24 Temmuz, Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Lagarde Başkanım ne olacak bu Avro'nun hali?

~ 30 Temmuz, Fed Para Politikası Kurulu Kararı

Powell Başkan sakinliğiyle ders veriyor.

~ 31 Temmuz, TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti

Piyasanın takip etmeyi unuttuğu ama çok önemli bir yayın. Birlikte takip edelim mi?

Yeni Ay Temmuz 2025

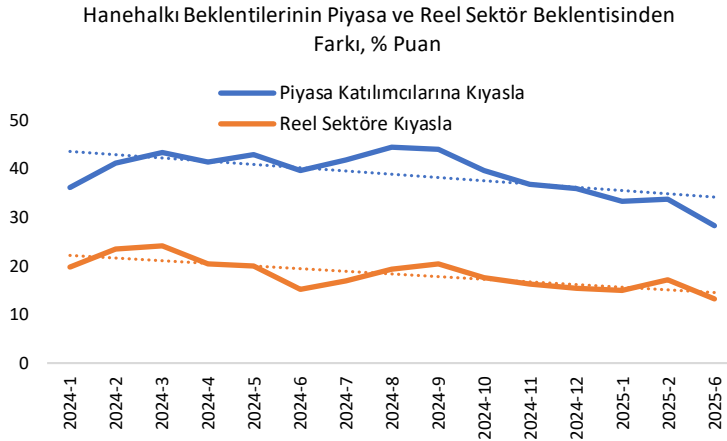


Enflasyon Beklentileri Nasıl İyileşir Ünüvar?

Enflasyon Hedeflemesi, kendi terimleri hatta daha ileri gideyim kendi dili olan bir rejimdir. Neolitik çağda, ben öğrenciyken, Enflasyon Hedeflemesini daha sert bir kurallar seti şeklinde öğrendiğimizi itiraf etmem gerek. Zorunlu esneklikler 2008 Küresel Krizi sonrasında geldi. Bu dönem aynı zamanda, pek çok ekonomi öğrencisinin ve belki de genç ekonomistin, enflasyon hedeflemesinin ırfanı konusunda uzlaşmak zorunda olmadığımızı anladığı dönemdir de. Elbette başka bir merkez bankacılık mümkün, bunu tartışmalıyız ve ben de varım. Ama bence fiyat istikrarını tartışmalıyız. Ya da şöyle söyleyeyim, tartışacaksanız bensiz tartışın.

Alan Greenspan, "Hanehalkları ve işletmeler, kararlarında ortalama fiyat düzeyindeki değişikliklere ilişkin beklentileri hesaba katmaya gerek duymadığında, fiyat istikrarına ulaşacağız." (1994) diyor. Böylece mevzunun içine işletmeleri, hanehalkını ve beklentileri de dahil ederek "fiyat istikrarı" resmini çiziyor.

Eskiden finansal piyasaların beklentilerini daha çok önemserdik. "Hanehalkı zaten hep gıdaya bakıyor, onların beklentisi şekillenmiyor." açıklaması ile konunun kapatıldığına siz de şahit olmuşsunuzdur. Bu tespit yanlış değil ama eksik. Nitekim pandemi sonrası yaşanan enflasyonda, hanehalkı beklentisinin önemini daha fazla anlar hale geldik. Hatta merkez bankalarının da hanehalkına göre iletişimini yeniden şekillendirmesi gerektiğini iddia eden bir literatür de yavaş yavaş palazlanıyor. Bir ara yazarım.

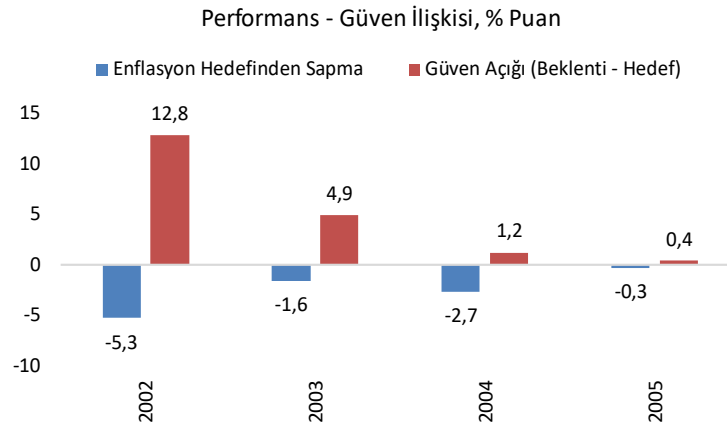


Bizde de hanehalkının enflasyon beklentisi pek yüksek. Örneğin Haziran itibariyle, piyasa oyuncuları 12 ay sonrasında enflasyonun %24,5 olacağını tahmin ederken, hanehalkı tahmini bu seviyenin iki katından da yüksek, %52,99. Lakin aradaki açık kapanıyor. İyi haber diye not edelim.

Bana sıklıkla hanehalkı beklentisinin nasıl iyileştirileceği soruluyor. Yanıtı Laurence Meyer versin: **Kredibilite, sadece performansla kazanılır.** Yani muhteremler, önce enflasyonu düşüreceğiz, hanehalkı beklentilerindeki keskin iyileşme sonra gelecek.

Aslında bizim kendi deneyimimiz de bize bunu söylüyor. Hatırlar mısınız, Örtük Enflasyon Hedeflemesi döneminde TCMB, "Enflasyon hedeflemesinde hedefin altında kalmak da, üstünde olmak da eşit derecede sapmadır." sözünü dinlememişti. Pek de iyi yapmıştı. Hedefin ve beklentilerin altında gerçekleşmeler ile güven açığının kapanması sağlanmıştı (Bknz 2. grafik.).

Velhasıl, güven açığının 2026'da kapanmasını istiyorsak, 2025 enflasyonunun beklentilerin altında kalması gerek. O halde belki de, 2025'te para politikası faizinin beklentilerin üzerinde kalması gerek. Piyasa bu ihtimali konuşmuyor bile, yazması benden olsun.



Kaynak: EVDS, TSKB Yeni Ay #85

Yeni Ay Temmuz 2025



Biri Bana Anlatsın

Hani kimin söylediği belli olmayan ünlü cümlelerden biri vardır ya: “Odadaki en zeki insansan, yanlış odadasın demektir.”. Hah işte, geçenlerde başıma gelen bir şeyle tekrar andım bu cümleyi. Ama konuyu anlatmadan önce oradaki “zeki” sözcüğünü “bilgili” ile değiştireyim izninizle, çünkü lafın ucu bana gelecek. Durduk yere kırmayayım kendi gönlümü.

Bir hafta ya oldu ya olmadı, dünyanın en büyük yatırım bankalarından bir tanesinin davetiyle kısa bir toplantı gerçekleştirdik. Ben işimi yaptım: Kalkınma ve piyasa perspektifini birleştirerek ekonomi anlattım. İşimin bir parçası da sorulara yanıt vermek ve dürüst olmak gerekirse benim en sevdiğim kısım da bu.

Yıllar içerisinde çok farklı coğrafyalardan yatırımcıların ve meslektaşların sorularıyla karşılaştım. Net olarak söyleyebilirim ki, Londra yatırımcısı ile ana kara Avrupa yatırımcısı farklıdır. Ama Avrupa yatırımcısı ile ABD yatırımcısı da farklıdır. Orta Dođu’nun o dönem yeni sayılan ama bugün alıştığımız yıldız finansal merkezlerinin oyuncuları da hem Avrupa’dan hem ABD’den farklıdır. Aradaki farkı sorularından anlarsınız. Önem verdikleri veri, risk toleransları çok ayırdır. Bence en zorlayıcı Kuzey Amerika yatırımcısıdır. Bir ara farkları da yazarım belki.

Bahsettiğim toplantıda ekonomik görünümü aktardığım kişilerden biri, bankanın küresel yönetici ekibinin parçasıydı. Bana, Türkiye’nin milli gelirine göre en fazla stablecoin tutan ülke olduğunu gösteren bir veri sordu. Daha önce bu veriyi görmemiştim, duymamıştım. Fakat daha önemlisi, soru gelene kadar bu veriyi hiç merak etmemiştim. Verilecek tek yanıt verdim: Bilmiyorum ama öğrenmek isterim. (Odadaki en bilgili kişi değildim ama odadaki en meraklı ve öğrenmeye en açık kişi ünvanını bence yine kimseye kaptırmadım.)

Aşağıda, soruyu soran kişi tarafından bana gönderilen veriyle çizdiğim grafiği paylaşıyorum. Bu detayı özellikle not ediyorum çünkü belki sizde başka bir veri vardır ve benimle paylaşırsanız çok mutlu olurum.

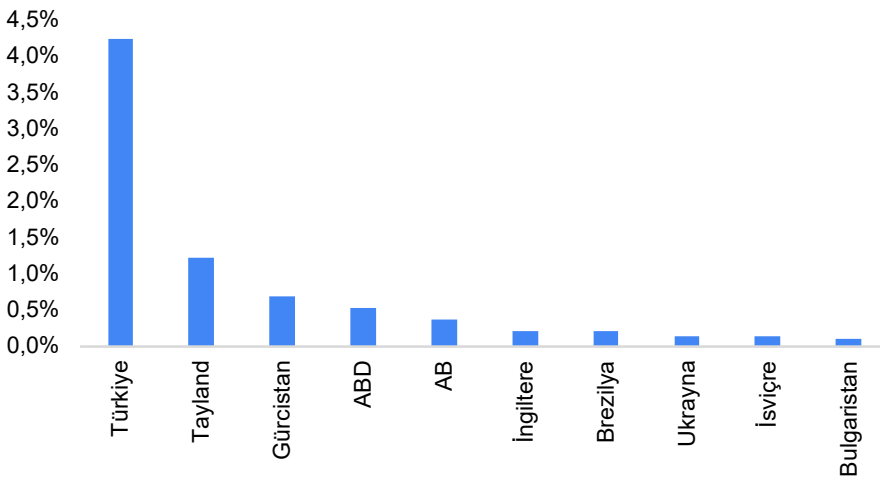
Muhteremler, grafiğe bakarsak, evet Türkiye’de stablecoin alımı gayri safi hasılanın %4’ünü geçmiş. Bana çok yüksek geldi. Tahmin et deseniz, çok daha sınırlı bir oran söyledim; hatta sanırım %1’in altında olmasını beklerdim.

Miktar, bunun küçük hane halkı olamayacağına işaret ediyor. O halde yüksek tasarruf sahibi bireylerden ve

kurumlardan mı bahsediyoruz? Peki biz bu rakamı nerede takip ediyoruz? Daha açık sorayım: Döviz tevdiat hesapları ve KKM üzerinden okumaları çok sık yapıyoruz. Paranın kalanının da TL’de olduğunu varsayıyoruz. Ama dijital parayı yeterince takip ediyor muyuz?

Belli ki ben etmiyormuşum. Ama belki siz takip ediyordunuz. Beni de aydınlatırsanız sevinirim. Sonuçta bu da bir para ikamesi değil mi? Üstelik iten faktörden ziyade, dünyadaki, iktisadi ve teknolojik hikayenin birleşimiyle oluşan bir çeken faktörden etkileniyor olabilir. Devam eder mi? Ölçüyor muyuz? Biri bana anlatsın!

Ülkelerin Stablecoin Alımı / GSYH (04/2023-03/2024)



Kaynak: Chainanalysis, TSKB Yeni Ay #85

Kalkınma Günlükleri

Üstüme Vazife

Sizin beni öveceğiniz yok, bari ben yapayım bu işi. Efendim izninizle kendimi tutamayarak hayatta en övündüğüm başarılarımdan birini yazıyorum: Bisikletin önünü kaldırarak, üç pedal gidebiliyorum. (Trafığe kapalı alanda yapılmıştır, bunu evde denemeyiniz.)

Sanırım 9-10 yaşındaydım bu kritik beceriyi elde ettiğimde. Sonra o çocuk büyüdü ve uzun yıllar bisikletin sadece çocuklukta, yazlıkta kullanılan bir “oyuncak” olduğunu düşündü. Yurtdışında günlük ulaşımın bir parçası olarak bisiklet kullananlara “Kışın nasıl sinüzit olmuyorlar?” diyerek baktı. Bu soruya yanıt bulamadı ama “Onların memleketi hep düz, tabii bisiklete binerler.” diyerek konuyu kapatmayı öğrendi.

Bugün ise yeniden bisiklete binmeye başlamış biri olarak, bisikletin iktisadi boyutlarını artık daha çok önemsiyor ve bunu anlatmayı çok seviyorum. Bu yazıyı da -biraz gecikmeyle olduğunu bilerek- 3 Haziran Dünya Bisiklet Günü vesilesiyle yazıyorum.

Evet muhteremler, Dünya Bisiklet Günü diye bir günümüz var. 2018’de, Birleşmiş Milletler’in 193 üyesi 3 Haziran’ı “Dünya Bisiklet Günü” olarak kabul etti. Buna vesile olan kişi de uzun yıllar bisiklet sevgisinin peşinden gitmiş olan Profesör Leszek Sibilski. 2016’da “Bisiklet herkesin üzerine vazifedir.” başlığıyla bir blog yazarken konuya giriş yapıyor, işin peşini bırakmıyor ve dünyayı bisikletin önemine ikna etmek için “Dünya Bisiklet Günü”nü teklif ediyor.

Bisiklet deyince Danimarka’yı Hollanda’yı düşünüyoruz değil mi? Oysa az gelişmiş ülkelerde de bisikletin faydaları saymakla bitmiyor. Okula erişimi olmayan çocukların / gençlerin eğitimle arasındaki köprü oluyor. Kadınların iş gücüne girmesini sağlıyor. Sağlık masrafını azaltıyor...

Somut örnekler vereyim: Zambiya’da bisiklet verilen çiftçilerin, ürün dağıtım bölgelerini genişletebildikleri için gelirlerini %23 artırdıkları görülmüş. Uganda’da bisikletle çalışmaya başlayan çiftçilerin her gün 2 saat tasarruf ettiği ve bu 2 saati tarımsal üretimi iyileştirmek için kullanarak %35 gelir artışı yaşadığını da not edeyim. Yani, bu bir zengin sporu değil. Hatta bana sorarsanız bu önce iktisadi ve insani bir mesele, sonra spor.

Rakamlar derdimi benden iyi anlatıyor, sözü yine onlara bırakayım. Bisiklet kullanımının yaygınlaşmasının dünya ekonomisine toplam katkısının 2015-2050 arasında 24 trilyon dolar olacağı tahmin ediliyor. Bu katkı tek bir sene içinde olsaydı, örneğin 2024 küresel hasılasının beşte birinden fazla bir miktara denk gelirdi. Yıllar içerisinde eşit dağıtırsak da her yıl 0,6 yüzde puanlık (cari dolar) bir küresel hasıla büyümesinden bahsediyoruz. Bitmedi. Bisiklet yollarına harcanan her bir milyon doların, 34 kişilik istihdam yarattığı hesaplanıyor. Bunu araba yollarına harcadığınızda yaratacağınız istihdam ise 8 kişi ile sınırlı. İstemeyen var mıdır? Bence yoktur. Çünkü zaten uzunca bir zamandır, dünyada potansiyel büyümenin ve dolayısıyla işgücü yaratımının zayıfladığından bahsediyorum. Büyümeye katkı veren bir alanı bulunca, kaçırmamak gerek.

Muhteremler, bir aksilik olmazsa birkaç ay içinde, Kuzey Yarım Küre’nin bize uzak bir enleminde yine “yıllık geleneksel sakinleşme bisiklet turu”mu gerçekleştireceğim. Yanımdakiler manzarayı seyredecekler, kalp atışlarını ölçecekler... Ben ise bisikleti memleketimizde yaygınlaştırabilirsek kazanabileceğimiz faydaları düşüneceğim. Cumhurbaşkanlığı Bisiklet Turu’muzun geçtiği harika manzaralı memleketimin, bu turu daha fazla insana duyurması için ne yapabileceğimi sorgulayacağım. Umarım tek değilimdir.

Referanslar:

- ~ https://worldbicyclerelief.org/wp-content/uploads/2022/04/WBR_2021_Agriculture-Fact-Sheet_080321.pdf
- ~ <https://www.itdp.org/publication/economics-of-cycling/>

Yeni Ay'ın Geçmiş 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 Arařtırmalar

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.



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

