

## YILI MERKEZ BANKALARI İLE KAPATİYORUZ

Gadt 2023'ü bu gönderiyle kapatmış oldu. 2024'te 4 Ocak enflasyon raporu ile yeniden karşınızda olacağız. Tüm okurlarımız ve sevdiklerine sağlık ve huzur dolu bir Yeni Yıl dileriz.

Siyasette gündem yerel seçimler, ancak CHP dışında partilerin aday belirlemede nazlanması, bu konuda yapılan anketlerin olası sonuçları tahmin gücünün yetersiz kalmasına neden oluyor. Açıkçası, iç siyasette İYİP'in ibretlik harakirisi dışında yorum yapacak konu bulamadık. Dış politika ise yerel seçimlere kadar paydos.

## İnsanlık 2024 için ne düşünüyor?

2024 global ekonomik tahminlerde en önemli değişkenlerden biri hanehalkı tüketiminin sürdürülebilirliği. 2023 yılını pandemiden kalan tasarrufları cömertçe harcayan hanehalkı kurtardı.

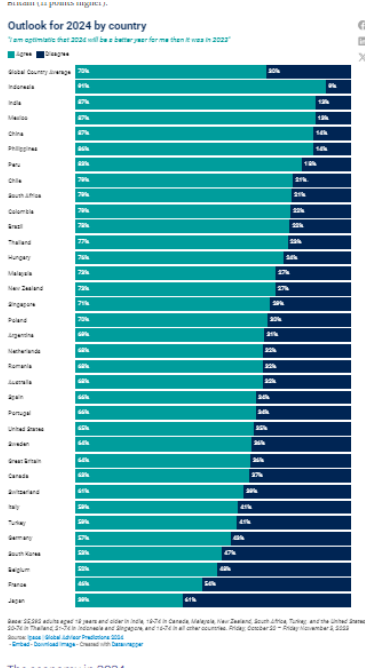
[Ipsos'un](#) tüm dünyadan derlediği anketin sonuçların şöyle özetledik:

Katılımcıların yüzde 53'ü 2023'ün kendileri için kötü bir yıl olduğunu, yüzde 70'i ise ülkeleri için kötü bir yıl olduğunu söylüyor. Bu, Kovid-19 salgını öncesinden bu yana en düşük seviye.

Yüzde yetmiş gelecek yılın bundan daha iyi bir yıl olacağını düşünüyor. Bu geçen yılın rakamına göre 5 puanlık bir artış.

Katılımcıların %50'si küresel ekonominin 2024'te 2023'e göre daha güçlü olmasını bekliyor. Küresel ekonomik görünüme ilişkin iyimserlik 2022'ye göre %4 arttı.

Yüzde 70'i ülkelerindeki enflasyon ve faiz oranlarının 2024'te 2023'e göre daha yüksek olmasını bekliyor.



Yorumumuz da şu şekilde: Merkez Bankaları için çok kötü haberler içeriyor bu anket. Birinci neden, katılımcıların çoğunluğunun enflasyon beklentilerinin katılmış olması. İkinci neden ise harcama iştahının çok yüksek seyretmesi. Öte yanda, 2023 yılında gözlediğimiz gibi global büyüme %3 olan konsensus tahmini yukarı aşabilir.

## Fed cehennemini kapılarını açtı

Geçen hafta Perşembe Gadt'ı Fed FOMC metni ve Powell açıklamaları öncesi kaleme almıştık, çünkü Powell'in bu denli güvercince mesajlar vereceğini hiç beklemiyorduk. FOMC öncesi basına konuşma yasağı başlamadan, önde gelen guvernörler piyasaları aşırı iyimserliğe düşmekten kaçınmaya davet etmişti. Powell, iletişimi beceremedi. FOMC 2024 yılında ortalamada 3 x 25 baz puan faiz indirimi tahmin ederken, Çarşamba itibarıyla vadeli işlemler 6 adet faiz indirimi fiyatlamaya başladı.

Sonuçta da, FOMC'nin en korktuğu senaryo gerçekleşti. Finansal koşullar bir haftada akılalmaz boyutta gevşeyerek, harcama ve risk alma iştahını coşturdu.

Ama ABD'den gelen veriler ekonominin hiç de yumuşak iniş yapmaya niyeti olmadığını gösteriyor. Conference Board Tüketici Güven Endeksi 2021'den bu yana en büyük A/A sıçrayışını yaparken, ikinci el konut satışları da dipten yukarı döndü.

En önemlisi ise Noel nedeniyle erken açıklanan [S&P Global Aralık öncü bileşik PMI](#)'da manşet A/A 0.3 puan yükselişle 51.0 olarak gerçekleşti. Girdi fiyatları enflasyonu hızlanırken, firmaların maliyetleri tüketiciye yansıtmakta güçlük çektiği görüldü. İstihdam ve yeni siparişler yeniden hızlanırken, işdünyası güveni de yerine geldi.

Veriyi çok abartmayalım. Tarihi ortalamalara göre istihdam ve siparişler hala zayıf sayılır. Fakat mühim olan trend. ABD ekonomisi yavaşlamadığı gibi, istihdamın güçlü seyri de iç talebin fiyatlar üstündeki baskının en azından 2024'ün ilk yarısında süreceğinin işareti.

### S&P Global Flash US PMI

Index, sa, >50 = growth since previous month



Source: S&P Global PMI.  
© 2023 S&P Global.

Bu analizimize Fed üyeleri de katılmış olmalı ki, birbiri ardından piyasalara aşırı iyimserlikten kaçınma ve faiz indirimi beklentilerini törpüleme mesajları geliyor. Ama artık çok geç. Bu rapordan 2 gün önce riskli varlıklarda başgösteren yalpalama muhtemelen Fed'in mesajındaki ince ayara tepkiyi değil, petrol fiyatları bağlamında jeopolitik risk algısının yükselmesini yansıtıyor. Tam da kesin olmayan verilere göre, global fonlarda nakit \$1.1 trilyon ve gidecek yer arıyor. ABD devlet tahvilleri ile Gelişmekte Olan Ülkeler Eurobondları ve tüm özel sektör tahvilleri arasındaki spread daralması bu "mal almakta geç kalmayalım" kaygısının en güzel örneği.

Yukarda naklettiğimiz Ipsos anketinde gözlenen hanehalkı harcama iştahı finansal piyasalarda coşkuyla birleşince, ilerleyen aylarda Fed yalnız aşırı taleple değil, varlık balonlarıyla da mücadele ederken çok ter dökülecek.

### **BoJ hala temkinli gidiyor**

Japonya Merkez Bankası (BoJ) bu yılki son toplantısında aşırı gevşek para politikasını değiştirmede. BoJ sürdürülebilir ücret artışlarına dair daha somut işaretleri beklemeyi seçerken, yen rallisini bozdu. Ueda süper-gevşek para politikasından çıkış için ücretlerde sürdürülebilir artışı önkoşul olarak ileri sürdü. Ancak, Japonya’da deflasyonun artık bittiğine dair yorumlar ağırlık kazanırken, anketlerde fon yöneticilerinin çoğunluğu 2024 baharında BoJ’in yön değiştirmesini bekliyor.

Salı günü yayınlanan [PPK açıklamasına göre BoJ](#), oybirliğiyle faiz oranlarını %-0,1’de tutma kararı alırken, 10 yıllık Japon devlet tahvili getirisinin üst sınırını referans olarak %1’de tutan verim eğrisi kontrol politikasına sadık kaldı.

Ueda’nın Aralık ayı başlarında yaptığı açıklamalar para politikasında değişiklik yapılacağına dair beklentileri artırmış ve yende yükselişe yol açmıştı. BoJ uzun süredir devam ettirdiği aşırı gevşek para politikasını sonlandırma konusunda çok temkinli davranıyor. Faizlerde erken yukarı hareketin son zamanlarda enflasyon cephesinde ortaya çıkan iyileşmeleri tehlikeye atabileceği konusunda çok kaygılı.

BoJ’un aşırı gevşek para politikasını terketme çabası yavaşlayan ekonomi ve soğuyan enflasyon nedeniyle zorlanırken, çoğu ekonomist, Başkan Kazuo Ueda’nın ancak önümüzdeki yıl, yıllık bahar toplu sözleşme pazarlıkları kalıcı ücret artışları eğilimini teyit ettikten sonra değişiklik yapmasını bekliyor.

Cuma günü, Japon merkez bankası ayrıca “gıda fiyatlarını hariç tutan enflasyon” olarak tanımladığı çekirdek enflasyonun 2024 mali yılı sonuna kadar %2’nin üzerinde kalmasını beklediğini söyledi. Çekirdek enflasyonun art arda 19 ay boyunca belirtilen %2 hedefini aşmasına rağmen BOJ, süper genişlemeci para politikasına “sabırla devam etti”.

“Çekirdek-çekirdek enflasyon” olarak adlandırılan enflasyon eksi gıda ve enerji fiyatları, art arda 13 aydır BoJ’un %2 hedefini aştı.

BoJ'un tercihi, Japonya'da enflasyonun daha sürdürülebilir ve istikrarlı olan iç talep kaynaklı olması yönünde. Banka, ücret artışlarının tüketicileri harcamaya teşvik ederek daha anlamlı bir döngüye dönüşeceğine inanıyor.

### Sorun petrol değil, jeo-stratejik riskler

Hutilerin Aden Körfezi'nde petrol taşıyan gemilere saldırıları yoğunlaşınca, başta Maersk ve BP, 5 dev nakliyat filosu rota değiştirip Afrika'nın Güney ucundan dolaşmaya başladı. Panama Kanalı'ndan da kuraklık nedeniyle geçişler yavaşlayınca, tedarik zincirleri yeniden zorlanıyor. Fed'in anketine göre tedarik koşulları bir kez daha zorlaşmaya başladı. Petrol nerdeyse \$80/varile dayandı.

Jeopolitik gerginlikler tahminimize çok büyük risk teşkil etse de, 2024 yılı boyunca petrol fiyatları düşük seyredecek. Bu konuda [linkteki Bloomberg makalesini](#) faydalı bulduk. ABD kaya petrolü üreticileri başta, OPEC+1 dışı ihracat talepten çok daha hızlı artacak. 2024'ün ikinci yarısında Suudi Arabistan'ın fiyatları dengelemenin tüm yükünü sırtlamaktan cayıp, 2014'te yaptığı gibi yıkıcı rekabete başlaması küçümsenemeyecek bir olasılık. Hatırlayalım, o günlerde Suudiler vanaları sonuna kadar açınca, Brent \$20/varile kadar düşmüştü.

Öte yanda, İsrail'in Gazze'den çıkmaya hiç niyeti yok, zaten çıkmak istese de geride (ideolojik destek olarak) eskisinden daha güçlü bir HAMAS bırakmış olacak. İsrail'in acımasız sivil katliamına duyulan tüm tepkiye rağmen, bu oyunda payı olan hiçbir aktör savaşın yayılmasını istemiyor. Velakin, bazen aktörlerin hepsi bireysel olarak rasyonel davranırsa da ortaya çıkan sonuç akıldışı olabiliyor. Örneğin, İran açısından Hizbullah'ın İsrail ordusunu taciz ederek, ilerde ülkesine karşı bir saldırıyı ötelemesi gayet mantıklı. Ama, Hizbullah'ın tacizleri İsrail ordusunun gücünü böler de, Şeria'da bir ayaklanmaya yol açacağını düşünen İsrail Lübnan'a girerse savaş kimse istemeden alevlenir.

Yıl sonu yaklaşırken sizi çok yormak istemedik, ama Ukrayna Savaşı bitmez. Eğer ABD Ukrayna'ya yeteri kadar askeri malzeme sevkedemezse, Ukrayna çare olarak Kara Deniz'de Rus bandralı petrol tankerlerine drone saldırı düzenleyebilir.

Jinping - Biden zirvesinde ikili ilişkilerde yumuşama anlayışı çıktığını düşünmüştük. Ama, [linkteki habere göre](#), Çin lideri Biden'e çok açık şekilde Tayvan'ı ilhak etmeye kararlı olduğunu nakletti.

Gelelim petrol ve enflasyon sorusuna. En kötü senaryoda ne olabilir? Cevabı [Goldman Sachs'dan](#) paylaşalım:

"Mütevazi arz aksaması" senaryosunda, petrol fiyatları 1Ç24'teki hedefimizin %5 üzerine çıkabilir. Doğal gaz fiyatlarında yukarı yönlü sapma %125'e ulaşabilir.

"Ciddi arz düşüşü" senaryosunda Hürmüz Boğazı'ndaki deniz trafiği neredeyse kapanıyor. Küresel petrol ve LNG arz akışının %20'si gecikiyor. Bu senaryoda petrol fiyatları %20 veya daha fazla, doğal gaz fiyatları ise %370'e kadar artabilir.

GS ekonomistlerine göre varil başına 10\$'lık bir artışın ılımlı enflasyonist etkileri olur. Gelişmekte olan ülkelerde genel olarak daha enflasyon şoku daha büyük. Büyümede tahminlerden sapma ise istatistiki olarak belirgin, fakat oldukça mütevazi.

### İflas dalgasına hazır mıyız?

[Schumpeter'in yaratıcı yıkım](#) kuramı kapitalist ekonominin en temel içsel dinamiklerinden birini tasvir eder. Serbest piyasa ekonomisinde malını karla satamayan, sermayedarına adil getiri sağlamayan şirketler batır. Kaynaklar daha başarılı firmalara kayarak ekonomi boyunca kaynak dağılımında en etkin dengeyi üretir. Yani, sayıları çok da olsa, zombi şirketlerin batması aslında ekonomik kalkınma açısından hayırlı bir gelişmedir. Maalesef, 21ci Yüzyıl boyunca rezerv para merkez bankalarının her krizi para basarak çözmesi, bu kuramı rafa kaldırdı. Artık her yer kaşarlaşmış zombi şirket dolu.

Ama hesabı ödeme zamanı geliyor. Eğer yukarda arzettiğimiz gibi Fed faiz indirimlerini 2024 sonuna erteler; ve 2025 sonunda da politika faizi %4 veya üstünde kalırsa [Schumpeter haklı çıkacak](#):

ABD mahkeme verilerine göre, on yıllık bir düşüşün ardından, Eylül ayına kadar geçen 12 ayda ABD'deki kurumsal iflaslar bir önceki yılın aynı dönemine göre %30 arttı. Avrupa Birliği'nin en büyük ekonomisi Almanya, iflasların Ocak-Eylül arasında bir önceki yılın aynı dönemine göre %25 arttığını açıkladı. Ülkenin istatistik ofisi Destatis, Haziran'dan bu yana aylık olarak "önceki yıla göre sürekli olarak çift haneli büyüme oranları" gözlemlendiğini belirtti. Eurostat'a göre, blok genelinde, Eylül'e kadar olan dokuz ay içinde kurumsal iflaslar yıllık %13 artarak son sekiz yılın en yüksek seviyesine ulaştı.

Analistlere göre, iflaslardaki bu artış, önümüzdeki birkaç yıl içinde küresel ekonomik aktiviteyi ve istihdam büyümesini baskı altına alacak.

Derecelendirme kuruluşu Moody's, küresel spekülasyon kredi dereceli firmaların iflas oranının, Ekim ayına kadar geçen 12 ay içinde %4,5'e ulaştıktan sonra, 2024'te artmaya devam etmesini bekliyor; bu, tarihsel

ortalama olan %4,1'in üzerinde. Moody's Analytics'in Araştırma ve Analiz Başkanı David Hamilton, "kredi [ya] öncekinden belirgin derecede daha pahalı olacak ya da basitçe elde edilmesi daha zor olacak" dedi.

İflaslar zamana yayılacak, elbette. Bu konuda [Rana Foroohar'ın](#) linkteki makalesini çok yararlı bulduk. Fakat, zombilerin ölümü hem istihdamı hem de büyümeyi baskı altına alacak.

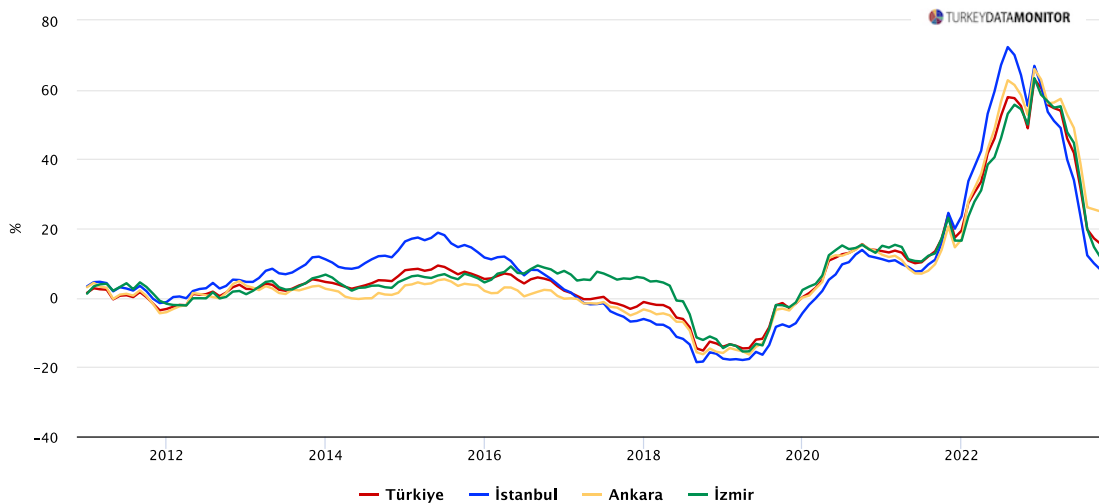
## Varlık balonları birer birer sönüyor

Geçen Perşembe ilginize sunduğumuz Gad'ta ekonomi yönetiminin görünmeyen başarılarından birinin da ilerleyen dönemlerde ekonomide şok yaratacak ölçüde şişmeye başlayan varlık balonlarının teker teker söndürmek olduğunu kaydettik.

Bu balonlardan biri Borsa'ydı. F/K bazında hisseler pahalı değil, ama milyonlarca çaylak yatırımcı pek de [değer içermeyen firmaların](#) kağıtlarında umutla bekliyor. Son günlerde, asıl balonun şiştiği yeni hala arz hisselerinin prim üretme gücünü yitirdiğini gördük.

Konut fiyatlarında da balon sönüyor, fazla analize gerek yok, TUIK verilerinin grafiği gayet net.

MB Konut Fiyat Endeksi (yıllık, reel, %)

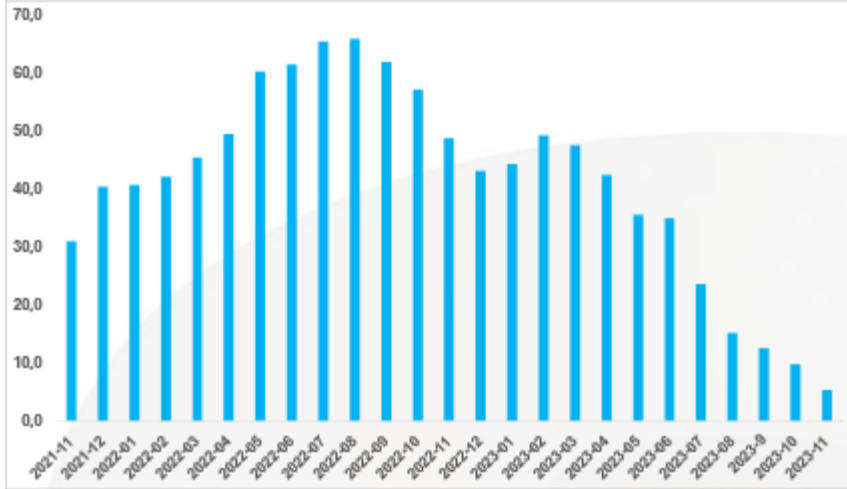


Fakat, [Betam'a göre konut pazarında](#) manzara çok daha karanlık:

Türkiye genelinde ve üç büyük ilde ekimden kasıma cari satılık konut fiyatlarındaki artışın aylık enflasyondan daha düşük olması sonucu enflasyondan arındırılmış (reel) satış fiyatları hem ülke genelinde hem de üç büyük ilde azaldı. Reel fiyatlardaki düşüş beş aydır devam etmekte.

Reel fiyatların düşmesine bağlı olarak reel fiyatlardaki yıllık artış oranı ülke genelinde yüzde 5,4'e, Ankara'da yüzde 20,1'e, İzmir'de ise yüzde 5'e geriledi. İstanbul'da ise yıllık reel fiyat çok uzun bir aradan sonra ilk kez yüzde 1,4 azaldı. Diğer bir ifadeyle bu ilimizde ortalama reel fiyat geçen yıldan daha düşüktür.

### Türkiye genelinde satılık konut reel fiyatlarının yıllık değişimi (%)



Kaynak: sahibinden.com, Betam

Yeni ve ikinci oto pazarındaki satış daralması herhalde tüm okurların malumudur diye link vermedik. TCMB PPK'nın dün aldığı 250 baz puan faiz artırımı kararı muhtemelen Ocak'ta bir 250 baz puan ek sıkılaştırmayla takviye edilecek. Bu senaryoda, varlık balonlarının iyice sönmesi kesinleşir.

Neticede, TCMB ustaca tasarrufları ekonomiye yararlı alanlarda değer bulacakları bankacılık sistemine kanalize ediyor. Bu süreç (kiralarda ve oto fiyatları kalemleri yoluyla) enflasyon ve cari açık baskılarını frenler.

Fakat ufukta yeni bir tehlike var. [Çevre ve Şehircilik Bakanı Özhasseki](#), sadece İstanbul'da 300 bin konutun "kentsel dönüşümden" geçmesi konusunda çok ısrarlı. Bu projenin gerçek amacını depreme karşı direnci artırmaktan çok yandaşlara yeni rant kapıları açmak ve inşaatı dayalı büyüme stratejisini canlandırmak olarak okuyoruz.

### TCMB gerekeni yaptı

TCMB PPK politikası faizini 250 baz puan daha yükseltirken, açıklamadan Ocak'ta bir 250 baz puan artışının sinyali çıktı. Ek olarak, piyasada fazla likiditeyi emmek için TL depo ihaleleri açılacak ve bankacılık sistemi



üstünde yük teşkil eden menkul kıymet tahsis sistemi tamamen yürürlükten kalkmasa da, bir adım daha gevşetiliyor.

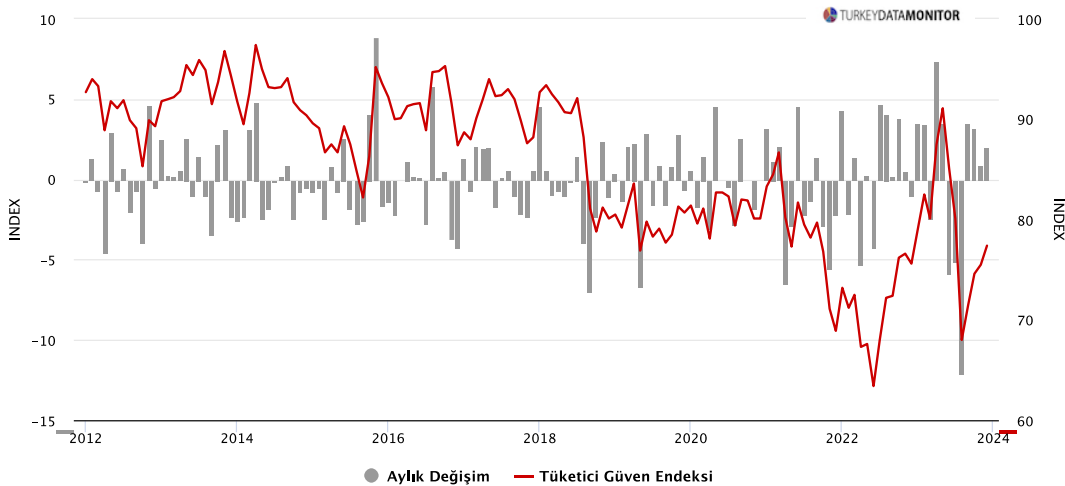
TCMB PPK metnini oldukça serinkanlı ve akılcı bulduk. Metinde yer alan “Yurt içi talebin mevcut seviyesi, hizmet fiyatlarındaki katılık ve jeopolitik riskler enflasyon baskılarını canlı tutmaktadır. Öte yandan, yakın döneme ilişkin göstergeler, parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımalarıyla yurt içi talepteki dengelenmenin devam ettiğine işaret etmektedir. Kurul, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında sınırlı bir iyileşmenin başladığını da değerlendirmektedir. Dış finansman koşullarındaki belirgin iyileşme, rezervlerde süregelen artış, talepteki dengelenmenin cari işlemler hesabına desteği ve Türk lirası varlıklara yurt içi ve yurt dışı talebin güçlenerek artması, döviz kuru istikrarı ve para politikasının etkinliğine güçlü katkıda bulunmaktadır. Bu çerçevede, aylık enflasyonun ana eğilimindeki düşüş sürmektedir” analizi bizim saptamalarımızla tutarlı.

Ocak'ta son bir kez faiz artırımından sonra TCMB yerel seçimler sonlanıncaya kadar dinlenmeye geçip parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerini takibe alacak. Yine metinde, yerel seçimlerden sonra gerekirse ek faiz artırımları yapılacağını ifade eden bir kısım var: “Fiyat istikrarının kalıcı tesisi için gerekli parasal sıkılığın ise gerektiği müddetçe sürdürüleceği değerlendirilmiştir”.

Fazla niyet okumayalım ama, bu cümle aynı zamanda bazı yatırım bankalarından gelen TCMB'nin yerel seçimlerden sonra faiz indirimine geçeceği beklentisini köreltmeye yönelik de olabilir.

İç talep yavaşlasa da TUIK ve BloombergHT Aralık öncü tüketici güven endekslerinin işaret ettiği gibi henüz dezenflasyona destek verecek kıvamda değil.

#### TÜİK Tüketici Güven Endeksi



Sene başında mutad zamlardan sonra iç talep yeniden hızlanacak.

Biz petrol fiyatlarında kayda değer bir gerileme bekliyoruz ki, bu senaryoda 1Y2024'te %70 olarak tahmin edilen zirve TÜFE bir kaç puan aşağı gelebilir. Fakat, 2024'te baz etkilerini ve makro-ihtiyati tedbirler yoluyla yapılan gizli sıkılaştırmayı göz önüne alsak dahi, halihazırdaki sıkılaştırma dozunun henüz ekonomiyi orta vade enflasyon hedefinin işaret ettiği patikaya taşımaya yeterli olmadığı kanaatindeyiz.

2024 içinde siyasal koşullar izin verirse, politika faizi %50'yi, TL mevduat faizi ise %60-65 bandını test edecek.

Yatırım bankası raporlarının çoğunluğunun zıttına, 2024 yılı son çeyreğine kadar TCMB'nin faiz indirmesini beklemiyoruz. Vurgulayalım, faiz indirimlerinden önce parasal sıkılaştırmanın ikinci turu gerçekleşecek.

Yılın son GADT'nı biraz daha uzun soluklu bir yorumla kapatalım: Kendimizi biraz zorlayarak TCMB çabaları ve gelir artırıcı bir miktar bütçe tedbiri sayesinde TÜFE 2024 sonunda %40 düzeyine gevşedi diyelim. O noktadan ekonomiyi %5 enflasyona taşıyacak politika dinamiklerini öngörmekte çok zorlanıyoruz.

Vatandaşın 2025 yılını da kapsayacak bir kemer sıkma programına tahammül etmesi siyasi olarak çok güç. Sıcak para girişleri bir noktada kesilir. Büyümeyle zedeledikten enflasyonu ve cari açığı frenleyecek yapısal reformlar ise gündemde dahi değil.

**Atilla FÖŞ Yeşilada**

**Istanbulanalytics**

<http://www.paraanaliz.com/>

<http://www.istanbulanalytics.com/>

**ÖNEMLİ:** Bu gönderiyi başkaları ile paylaşmayalım lütfen. Raporlarımıza abone olmak isteyen dostlarınız [istanbulanalytics@gmail.com](mailto:istanbulanalytics@gmail.com)'a e-posta atarak abonelik şartlarımızı öğrenebilir. Fikri emeğimize saygınız için şimdiden teşekkür ederiz.