

GENEL GÖRÜNÜM

Seçim sonrası, makroekonomik göstergelerde gözlemlenen olumlu eğilim, şubat ve mart aylarında kısmen bozulmuştur. Bu bozulmada seçim sonrasına ilişkin kur artışı spekülasyonları önemli rol oynasa da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) şubat ayında enflasyon eğiliminde gözlemlenen bozulmaya ve net döviz rezervi kaybının başlamış olmasına karşın politika faizini artırmaması olumsuz sürece katkı yapmıştır.

TCMB'nin net döviz rezerv kaybı, Ocak 15 – Şubat 15 döneminde 25 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Net döviz rezerv kaybında yabancı portföy çıkışlarının yanı sıra yerleşiklerin kurların seçim sonrası artabileceği beklentiyle döviz ve altın talebini artırması etkili olmuştur. TCMB'nin mart ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz artışına gitmemesi halinde net döviz rezerv kaybının devam etme olasılığı yüksektir.

Enflasyon beklentileri ocak ayından başlayarak belirgin artış eğilimine girmiştir. TCMB'nin 2024 yılı enflasyon hedefi yüzde 36 olmasına karşın, ocak ayında yüzde 41,2 olan yıl sonu enflasyon beklentisi, sonraki dönemde hedefe yakınsamamış, aksine mart ayında yüzde 44,2'ye yükselmiştir.

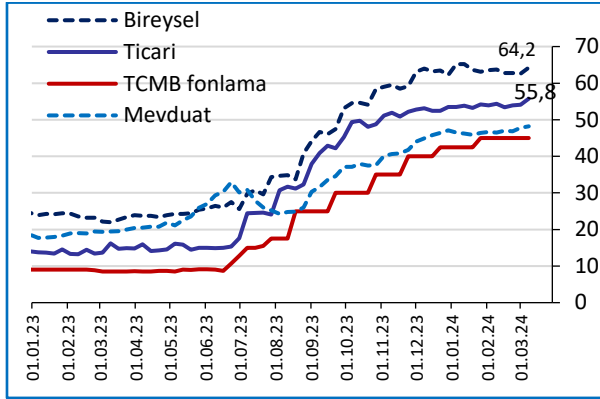
Olumsuz gelişmelere rağmen, TCMB'nin şubat ayında politika faizini değiştirmemesi, döviz talebini, kur baskısını ve rezerv kaybını hızlandırmış; TCMB, kredi genişlemesinin sınırlandırılması gibi "ikame" araçlara başvurmak zorunda kalmıştır. Kredi genişlemesinin kısıtlanması, etkili bir araç olmakla birlikte, etkileri daha ziyade zaman içinde gözlenen bir araçtır. Halbuki döviz talebinin en önemli nedenlerinden birisi Türk lirası mevduat faizlerinin düşük düzeyde seyretmesidir. Bu nedenle döviz

talebinin kısılabilmesi ve beklentilerdeki bozulmanın terse çevrilebilmesi için mevduat faizlerinin de belirgin artması gerektiği değerlendirilmektedir.

Son bir aylık gelişmeler, enflasyon eğilimi ve beklentilerdeki bozulmanın engellenmesi için politika faizinin artırılması gereğine işaret etmektedir. Esasında TCMB'nin mart ayında "ikame" araçlarla yaptığı düzenlemelerle parasal koşullar oldukça sıkılaşmıştır. Ancak özellikle mevduat faiz artışının sınırlı olması, alınan önlemlerin etkisini sınırlandırmaktadır. Bu nedenle bir yandan döviz ve altın talebindeki artış nedeniyle kur baskısı ve net döviz rezervleri azalışı devam etmekte, diğer yandan enflasyon beklentilerindeki bozulma eğilimi sürmektedir.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

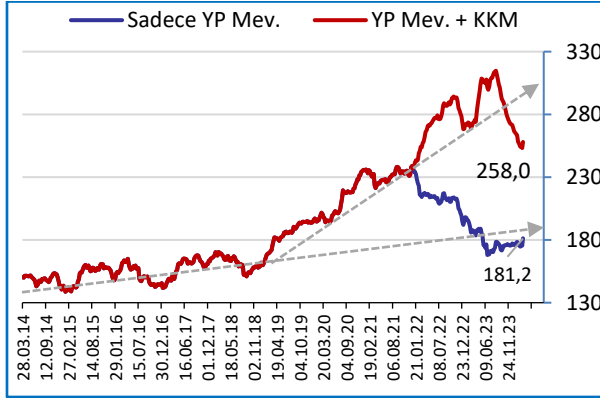
1. Şubat ayında, TCMB'nin kredilere ilişkin düzenlemeleriyle, kredi koşulları çarpıcı şekilde sıkılaşmıştır. Şubat ayında kredi genişlemesinin hızlanması ve döviz talebinin artması gibi nedenlerle TCMB, tüketici kredilerinin ve bazı istisnalarla ticari kredilerin aylık artış hızını yüzde 2 olarak sınırlandırmış, sınıra uymayanlara çok sert zorunlu karşılık uygulaması getirmiştir. Böylece kredi arzı kısıtlanmış, kredi faiz oranları çarpıcı bir şekilde artmıştır. Grafik 1'de yer alan faiz oranları, henüz TCMB kararlarının çok sınırlı yansıması halini göstermektedir. Nitekim karar sonrası ticari kredi bileşik faizleri yüzde 70 civarına, tüketici kredi bileşik faizleri de yüzde 80 civarına çıktığı tahmin edilmektedir. Son olarak kredi kartı nakit çekim ve kredili mevduat azami faiz oranları da yükseltilmiştir.

Grafik 1: Faiz oranları (%)

Kaynak: TCMB.

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. Yabancı para cinsinden mevduatlardaki azalış eğilimi durmuştur. Toplam dolarlaşma göstergesi olan yabancı para mevduat ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) toplamındaki azalış eğilimi ocak ve şubat aylarında da sürmüştü ancak mart ayında KKM'deki azalış eğilimi yavaşlamış, yabancı para mevduatları ise artmaya başlamıştır. Yerel seçimler sonrası sıkı parasal duruşun devamı halinde, toplam yabancı para cinsi mevduatların KKM kaynaklı düşüş eğilimini sürdüreceği öngörülmektedir.

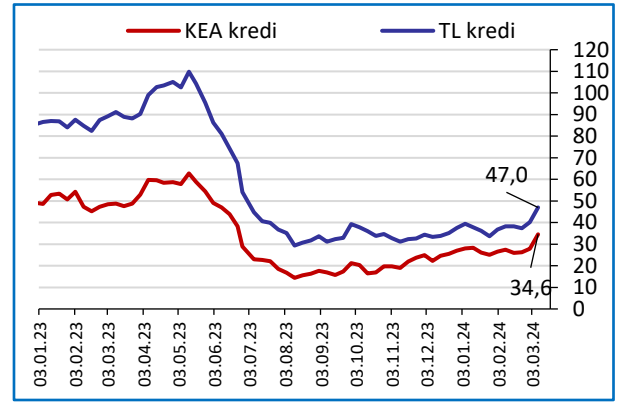
Grafik 2: Yabancı para ve KKM (milyar dolar)

Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

3. Mart ayında kredi artış eğilimi hızlanmıştır. İç talep eğilimi açısından en önemli göstergelerden olan ve son üç aylık artışların bileşik yıllıklandırılmış haliyle gösterilen kredi artışı eğilimi (ivmesi), mart ayında hızlanmıştır. Bu hızlanma asıl olarak ihtiyaç ve KOBİ kredi talebi kaynaklı olmuştur. Spekülatif döviz alım isteğinin de kredi talebi

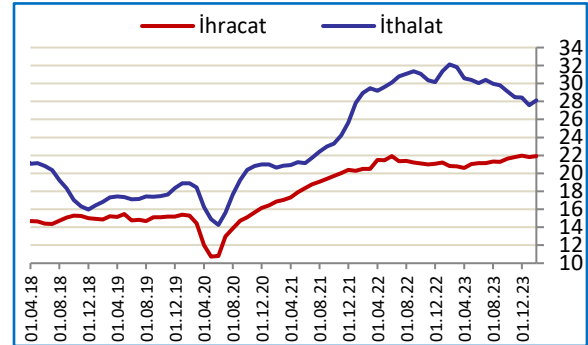
¹ KEA, kur etkisinden arındırılmış yabancı para dahil toplam kredi artış eğilimini göstermektedir.

artışında etkili olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim kredi talebindeki artış sonrası TCMB, Türk lirası cinsi kredileri doğrudan kısıtlama önlemlerini devreye almıştır. TCMB'nin kredi kısıtlarının kredi artışında keskin bir yavaşlamaya yol açacağı ve kredi artış eğilimini aşamalı olarak yüzde 30'un altına indireceği değerlendirilmektedir. Ancak kredi artışının sert bir şekilde yavaşlaması, reel sektör açısından önemli sıkıntılar yaratacaktır. Bu nedenle kredi kısıtlarının yan etkileri göz önüne alınarak, asıl sıkılaştırmanın mevduat tarafında gerçekleştirilmesinin daha uygun bir çözüm olacağı düşünülmektedir.

Grafik 3: Üç aylık kredi¹ artışı eğilimi (%)

Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

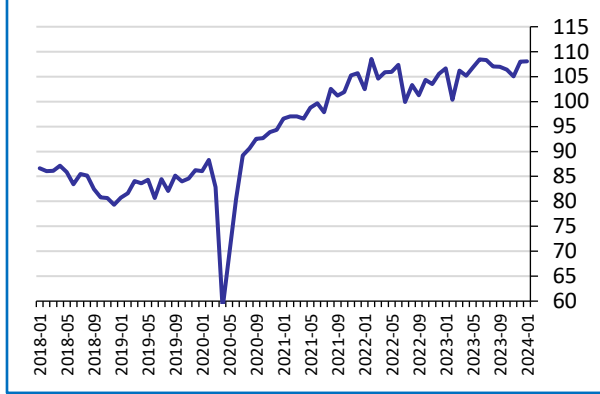
4. İhracat hafif toparlarken, ithalat sınırlı gerileme eğilimini sürdürmektedir. Avrupa kaynaklı talep zayıflığı ihracatı olumsuz etkilemektedir. Buna karşın, ihracatın hafif toparlanma eğiliminde olması, ithalatın ise mevsimsellikten arındırılmış olarak hafif düşüş eğilimini sürdürmesi cari işlemler açığı baskısını azalmaktadır.

Grafik 4: Aylık dış ticaret (3 aylık har. ort.)

Kaynak: TÜİK, Mevsimsel düzeltilmiş TEPAV hesaplamaları

5. Sanayi üretimi zayıf ve yatay seyrini sürdürmektedir. Seçim öncesi dönemde hafif ivmelenen sanayi üretimi, ihracattaki zayıf seyrin de etkisiyle ağustos ayında başlayan hafif zayıflama eğilimini kasım ayına kadar sürdürmüştür. Aralık ve ocak aylarında ise hafif toparlanma olmuştur. Ancak bu artışın geçici olma olasılığı mevcuttur. Zira özellikle mart ayında alınan sıkılaştırıcı önlemlerle iç talepte önemli yavaşlama beklemekteyiz.

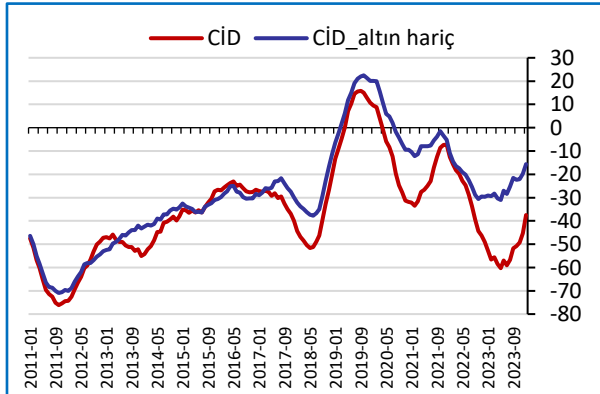
Grafik 5: Sanayi üretim endeksi (2015=100)



Kaynak: TÜİK

6. Cari işlemler açığı düşüş eğilimini sürdürmektedir. Ekonomideki kırılmalardan biri olan cari işlemler dengesinde gidişat olumludur. Mart ayı içinde alınan sıkılaştırıcı önlemlerle özellikle yerel seçim sonrası iç talebin belirgin zayıflaması ve bunun da cari işlemler açığındaki düşüş eğilimini desteklemesi beklenmektedir.

Grafik 6: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)

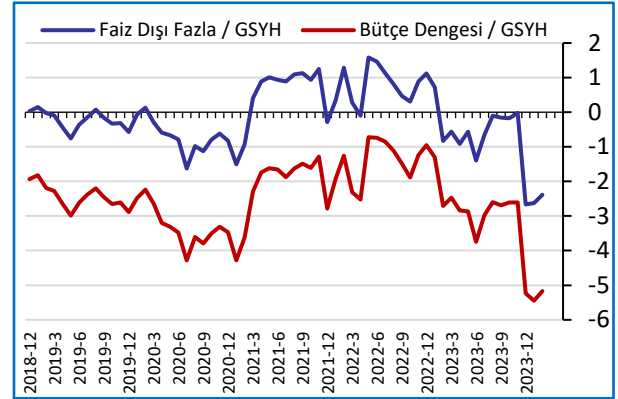


Kaynak: TCMB

7. Bütçe dengesi yüksek düzeylerde seyretmektedir. Seçim dönemi ve deprem harcamalarıyla bozulan bütçe dengesi; Temmuz 2023'teki yüksek vergi artışlarına, Haziran 2023 sonrası şok enflasyonun yarattığı

vergi geliri artışına (**enflasyon vergisi**) ve tahsilat oranlarındaki yükselişe bağlı olarak aralık ayına kadar olumlu seyrini sürdürmüştür. Aralık ayında ise özellikle fiilen gerçekleştirilmeyen deprem harcamalarının tahakkuk ettirilmesiyle bütçe açığı çarpıcı şekilde bozulmuştur. Ocak-şubat ayları bütçe verileri de özellikle faiz ödemeleri kaynaklı bütçe açığının yüksek seyredeceğine işaret etmektedir. Önlem alınmaması halinde, bütçe açığının GSYH'ye oranının yüzde 6'yı geçme olasılığı yüksek görülmektedir. Bu çerçevede özellikle harcama kısıcı ve enflasyonist baskı yaratmayacak gelir artırıcı önlemler gerekeceğini değerlendiriyoruz.

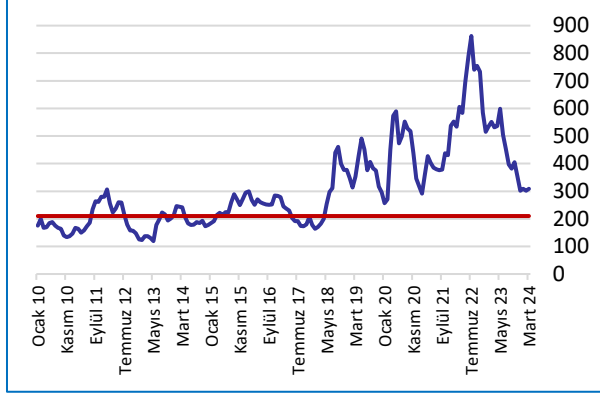
Grafik 7: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

8. Ülke risk primi hızlı düşüşten sonra ocak-mart döneminde yatay seyretmiştir. Sürdürülemez politikalar ve belirsizlik nedeniyle seçim öncesi dönemde yükselen kredi risk primi (CDS), özel ve kamu kesiminin yurtdışı borçlanmasını kısıtlamıştır. Politikalar makulleştikçe ve belirsizlik azaldıkça CDS düşme eğilimine girmiş, Türkiye'nin uluslararası piyasalara erişimi kısmen kolaylaşmaya başlamıştır. Ancak CDS son üç aydır ortalama 306 baz puan civarında seyretmektedir ve düşmesine rağmen Türkiye için hala yüksek sayılabilecek bir düzeydedir. 2018 öncesi CDS ortalamasının 210 baz puan civarında olması CDS'teki düşüş eğiliminin sürmesi için hala alan olduğunu göstermektedir. Bunu sağlamak içinse Haziran 2023'te başlayan ekonomide rasyonele dönüş sürecinin kapsamlı bir programa dönüştürülmesine yönelik güçlendirici adımların atılması gerekmektedir.

Grafik 8: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)

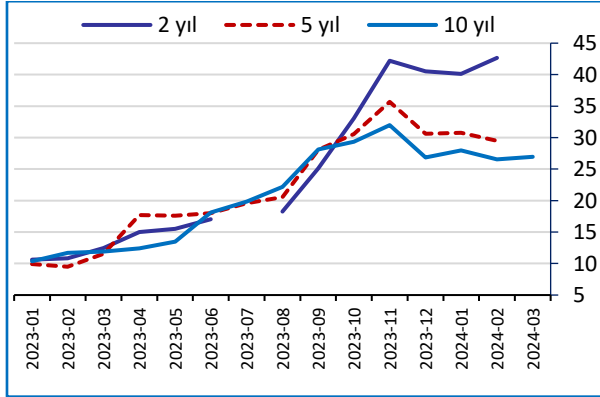


Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

9. Yabancı portföy girişi, Hazine borçlanma faizindeki aşırı artışı frenlemiştir.

Parasal sıkılaştırma ve bankaların DİBS alma zorunluluğunun gevşemesiyle Hazine borçlanma faizleri yüksek düzeylerde seyretmektedir. Ancak son dönemde borçlanma faizlerinin tepe noktaya ulaştığı izlenmektedir. Faizler otoritelerin enflasyonun hızla düşeceği hedef/öngörülerine göre hala “oldukça yüksek” reel faiz ima etmektedir.

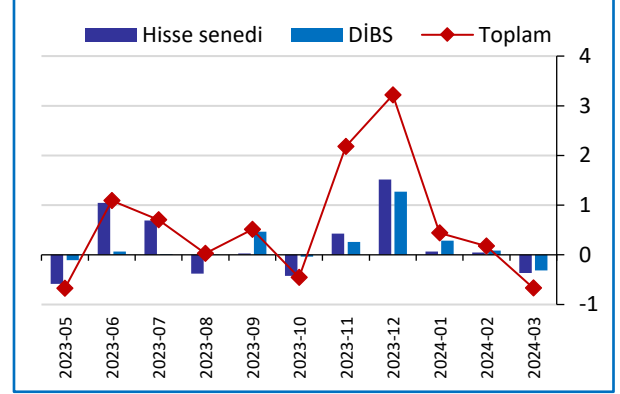
Grafik 9: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

10. Kasım ve aralık aylarında gözlenen güçlü yabancı portföy girişi, mart ayında terse dönmüştür. İstikrara yönelik önemli adımlar atılması ve faizlerin yükselmesiyle birlikte, kasım ve aralık aylarında başlayan yabancı portföy girişleri, ocak ve şubat aylarında duraksamış, mart ayında ise portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Yerel seçim sonrası sıkı politika duruşu sürdükçe ve dışsal bir şok olmadıkça portföy girişlerinin devam etme olasılığının yüksek olduğunu değerlendiriyoruz.

Grafik 10: Portföy hareketleri (milyar dolar)

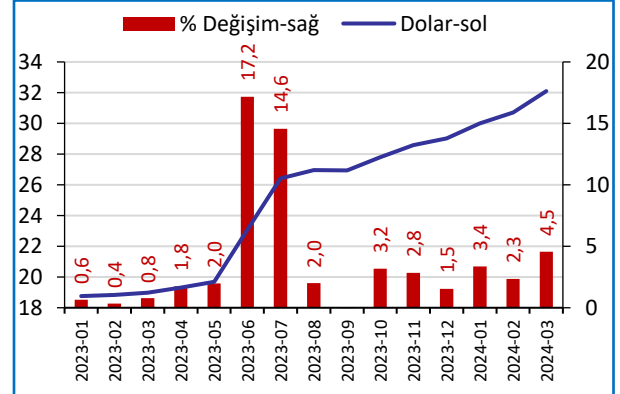


Kaynak: TCMB

11. Yönetilen kur stratejisi çerçevesinde şubat ayına kadar sınırlı (~yüzde 2,5) olan kur artışı, mart ayında hızlanmıştır.

TCMB, Haziran-Temmuz 2023 döneminde önemli ölçüde kendi politikalarıyla yarattığı şok kur artışları sonrasında, ağustos ayı itibarıyla yönetilen kur stratejisine dönüş yapmış; kurların aylık sınırlı artmasına izin vermiştir. Ancak kurlar mart itibarıyla, seçim sonrası kur oynaklığı beklentiyle artan döviz talebi sonucunda, TCMB'nin yoğun rezerv kaybına rağmen yüzde 4'ün üzerinde artma eğilimindedir. Kur oynaklıkları gerek enflasyon ve gerekse ekonominin görünümüne ilişkin beklentilerin oluşmasında en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Bu nedenle kurların seyri ve TCMB stratejisi, özellikle beklentiler açısından da önemli olacaktır. 2024 yılı enflasyonunun yüzde 40'ın altına inmesi için aylık kur artışlarının yüzde 2,5'ten az olması gerektiği değerlendirilmektedir.

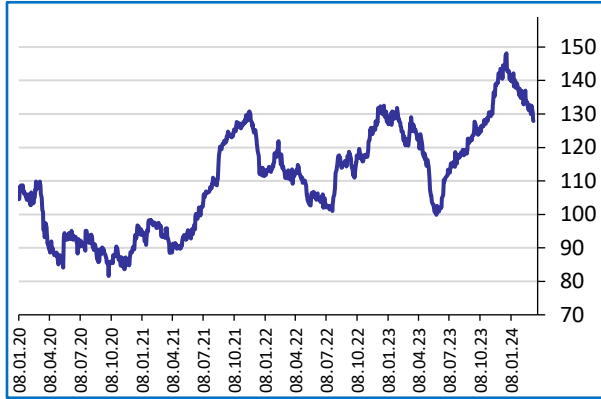
Grafik 11: ABD doları kuru (TL) ve değişimi (%)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

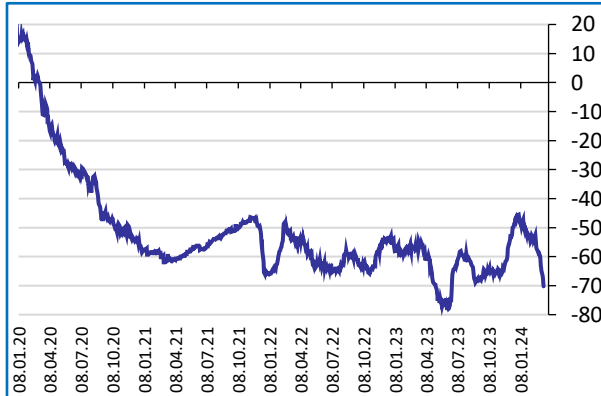
12. Güçlü parasal sıkılaşmayla birlikte aralık ayına kadar hızla artan net döviz rezervleri, ocak ayından başlayarak azalış eğilimine girmiştir. Kasım 2023-Mayıs 2024 dönemi mevsimsel cari işlemler açığının yüksek olduğu bir dönemdir. Buna rağmen güçlü yabancı portföy girişleri nedeniyle TCMB net döviz rezervleri özellikle aralık ayında belirgin artmıştır. Ocak ayından itibaren portföy girişlerinin yavaşlaması ile net döviz rezervlerindeki artış durmuş, net rezervler hafif azalış eğilimi göstermeye başlamıştır. Mevsimsel cari açığın olduğu şubat-mayıs döneminde brüt ve net döviz rezervlerinin kısmen azalması makuldür. Ancak özellikle net rezervlerde şubat ayı ortalarından itibaren başlayan hızlı azalış eğiliminin devamı, istikrara yönelik politikaların başarısını tartışmaya açabilecek ve beklentilerin yönetilmesini zorlaştıracak bir faktördür. Bu azalış eğiliminin, son dönemdeki parasal sıkılaşmayı da dikkate aldığımızda, yerel seçim sonrası artışa dönmesi olasılığını yüksek görüyoruz.

Grafik 12.a: Brüt döviz varlıkları (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

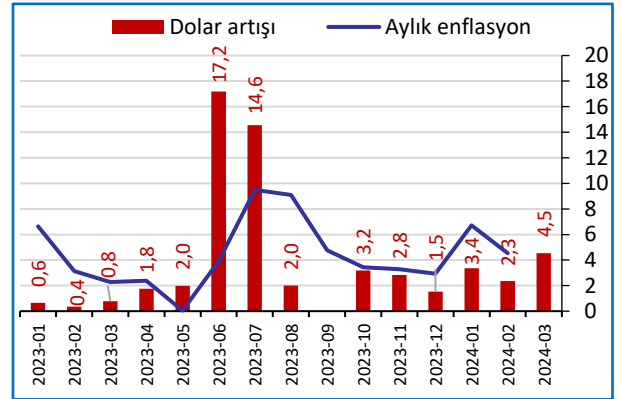
Grafik 12.b: Net döviz varlıkları (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

13. Enflasyon ocak ayında olduğu gibi şubat ayında da beklentilerden yüksek gelmiştir. Aylık enflasyon oranları, ağustos ayından itibaren kur artışlarının görece düşük tutulması nedeniyle eylül-aralık döneminde hafif düşüş eğilimi göstermesine rağmen, ocak ve şubat aylarında asgari ücret artışlarının fiyatlara yansıtılması, vergi artışları ve fiyatları kamu otoritelerince yönetilen/yönlendirilen mal ve hizmetlere yapılan zamlar nedeniyle oldukça yüksek gerçekleşmiştir. Enflasyonun mart ayında da beklentilerden yüksek gelmesi muhtemeldir.

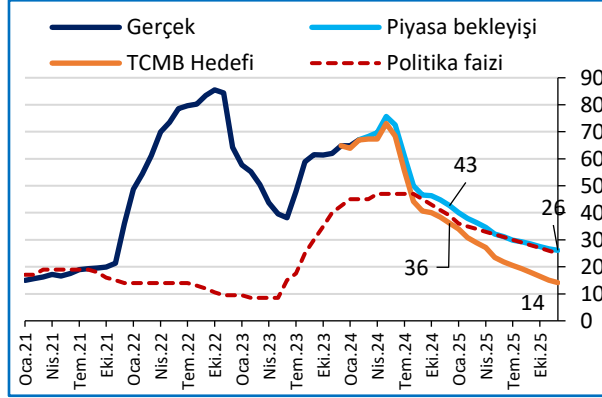
Grafik 13: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

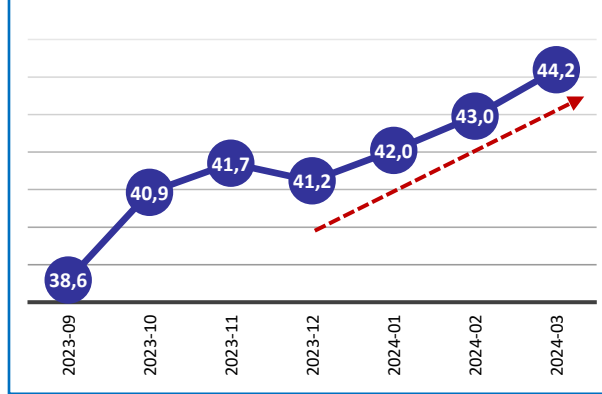
14. TCMB'nin enflasyonda bozulma işaretleri olmasına karşın şubat ayında politika faizini değiştirmemesi beklentilerde bozulmaya neden olmuştur. Zira son aylardaki olumsuz fiyatlandırma davranışları ve en önemlisi yüksek enflasyon beklentilerinin bir türlü kırılmaması enflasyonun yüzde 36 olan 2024 yılı hedefine yakınsamasını zorlaştırmakta, piyasa beklentileri ile hedefler arasındaki fark artmaktadır. Sahadan aldığımız izlenim ise firmaların ve hanehalklarının, ağırlıklı olarak banka iktisatçılarının beklentilerini gösteren TCMB anketinden daha yüksek enflasyon bekledikleri, hedeflere inanmadıkları yönündedir. Bu nedenle enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 40'a yakınsaması için mevcut yüzde 45 olan politika faizinin artırılması gerektiğini düşünüyoruz.

Grafik 14.a: Enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri
Not: Politika faiz patikası, piyasa beklentilerini temsil etmektedir.

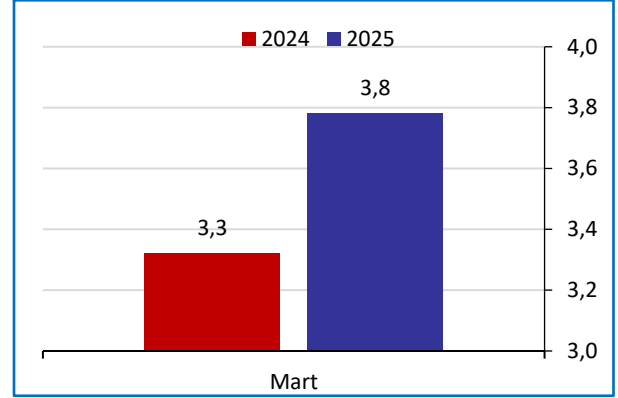
Grafik 14.b: 2024 yıl sonu enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

15. Piyasaların 2024 büyüme tahminleri yatay seyretmektedir. Piyasalar 2024 yılında yüzde 3,3, 2025 yılında ise yüzde 3,8 büyüme beklemektedir. Ancak piyasanın özellikle 2024 yılı büyüme tahminini iyimser buluyoruz. Enflasyondaki katılığın daha sıkı politika duruşu gerektirmesi nedeniyle ve mart ayında alınan sıkılaştırıcı önlemlerin etkisiyle ekonomideki yavaşlamanın yerel seçim sonrası belirginleşeceğini ve 2024 büyümesinin **yüzde 3'ün altına** ineceğini öngörmekteyiz.

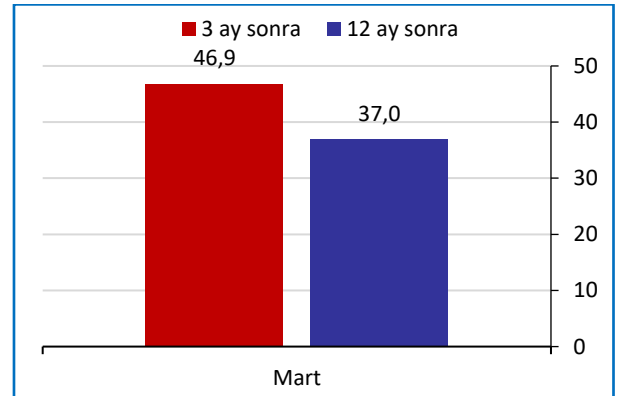
Grafik 15: 2024 yılı büyüme beklentişi (%)



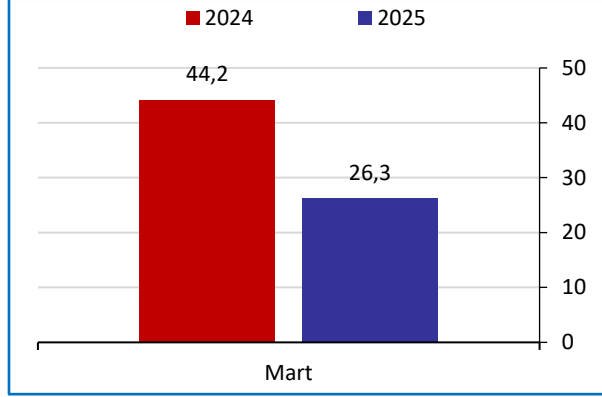
Kaynak: TCMB

16. Piyasalar yerel seçim sonrası sınırlı politika faiz artışı beklemektedir. Piyasalar mart ayında politika faizinin yüzde 45 olarak korunacağını, yerel seçim sonrasında sınırlı bir faiz artışı yapılabileceğini düşünmektedir. Anket katılımcıları, ağırlıklı olarak, politika faizinin üç ay içinde yüzde 47 ile tepe yapacağını; enflasyondaki düşüş eğilimiyle uyumlu olarak 2024 sonunda yaklaşık yüzde 40 düzeyinde olacağını öngörmektedir. Dolayısıyla piyasalar 2025 enflasyon beklentişi yüzde 30'un altında olmasına karşın, politika faizinin yüksek kalacağını; yani, oldukça **yüksek reel faizli** bir sürecin gerçekleşeceğini düşünmektedir. Diğer yandan, enflasyon beklentilerinde TCMB hedeflerinin ima ettiği kadar gerileme gözlenmemektedir. Nitekim piyasaların enflasyon beklentişi hedeflere göre oldukça yüksektir.

Grafik 16.a: Politika faizi beklentileri (%)



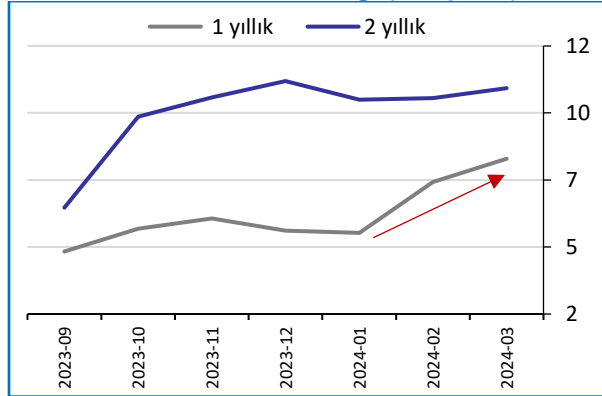
Kaynak: TCMB

Grafik 16.b: Enflasyon beklentileri (%)

Kaynak: TCMB

TCMB'nin itibar açığı oldukça yüksektir.

TCMB tahminleri-hedefleri ile piyasa beklentileri arasındaki fark, TCMB'nin (tahmin) itibar açığı olarak adlandırılmaktadır. Piyasalar, TCMB'nin 1 yıllık enflasyon hedefine göre 8 puan, 2 yıllık enflasyon hedefine göre ise 10 puan daha fazla enflasyon beklemektedir. TCMB, enflasyon beklentilerini hedeflere yakınlaştırmadıkça, enflasyon hedeflerine ulaşması güçleşmekte, TCMB'yi daha sıkı parasal duruşa zorlamaktadır.

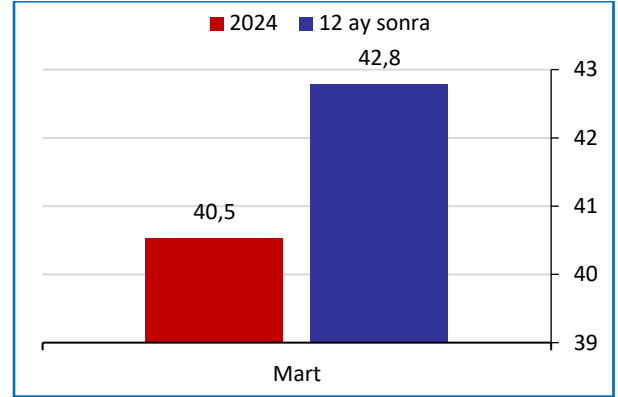
Grafik 16.c: TCMB itibar açığı (baz puan)

Kaynak: TCMB ve TEPAV hesaplamaları

17. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yaklaşık yüzde 2,5 artış beklemektedir.

Piyasanın enflasyon tahminlerinin oluşmasında kur beklenti önemli bir değişkendir. Normalde aylık yaklaşık yüzde 2,5 kur artışı ile TCMB enflasyon tahminlerine daha yakın enflasyon beklenti oluşması makuldür. Mevcut veriler, piyasaların enflasyondaki katılımın yanı sıra, olası kur oynaklığını da önemli bir risk olarak gördüğüne işaret etmektedir. Bu çerçevede, TCMB'nin politika eylemlerinin yanı sıra, **"gerekli politika esnekliğine sahip olduğu"** algısının yerleşmesi ve TCMB'nin bu esnekliği kullanacağını gösterilmesi, enflasyon

beklentilerinin kırılması açısından oldukça önemli olacaktır.

Grafik 17: Kur (ABD doları) beklentileri (TL)

Kaynak: TCMB

SONUÇ

18. Mevcut veriler ve parasal sıkılık çerçevesinde;
- Martta kredi artışının kısıtlanmasına yönelik alınan kararlar sonrası kredi faizlerinin oldukça yüksek düzeylere çıktığı ve kredi artışındaki keskin yavaşlamanın ekonomik faaliyetleri belirgin azaltacağı,
 - Ancak mevduat faizlerinin TCMB faiz kararlarına tepki vermeyerek düşük kaldığı ve bu nedenle parasal sıkılaştırmadaki dengesizliğin sürdüğü, mevduat faizlerinin de önemli ölçüde artması gerektiği,
 - İç talepte beklenen yavaşlamaya ilişkin henüz net veri olmasa da alınan sıkılaştırıcı önlemlerle özellikle seçim sonrası hızlı bir yavaşlamanın olası olduğu,
 - Dış talebin zayıf seyrettiği ancak cari işlemler dengesinin, ithalat azalışı kaynaklı belirginleşen iyileşme sürecinde olduğu,
 - Kurlardaki kontrollü artışın daha düşük enflasyon eğilimini desteklediği,
 - Parasal sıkılaşmaya karşın enflasyon beklentilerinde kırılma sağlanamadığı ve TCMB itibar açığında iyileşme görülmediği,
 - Uygulanmakta olan ekonomide rasyonele dönüş sürecinin kapsamlı bir programa dönüştürülmesine yönelik güçlendirici adımlar atılmadıkça enflasyon beklentilerinde ve CDS'te ilave düşüş sağlamanın zorlaşacağı,
 - Özetle yüzde 45 politika faizi ve kredi artışı kısıtlamasına yönelik önlemlerle oldukça sıkı parasal koşullar oluşmasına karşın oluşan döviz talebi, net döviz rezerv kaybı ve beklentilerdeki bozulma nedenleriyle mevcut şartlarda politika faizi artışı ile sıkı parasal duruşun desteklenmesi gerektiği,
 - TCMB'nin, bankaların düşük mevduat faizi uygulamalarının önlenmesine yönelik önlemler almasının uygun olacağı,
- değerlendirilmektedir.