

GENEL GÖRÜNÜM

Yerel seçim öncesi oluşan olumsuz eğilim, seçim sonrası iyileşmeye başlamıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) şubat ayında enflasyon eğiliminde gözlemlenen bozulmaya ve net döviz rezervi kaybının başlamış olmasına karşın politika faizini artırmaması sonucu artan kur baskısı ve rezerv kaybı, öncelikle TCMB'nin mart ayında politika faizini 5 puan artırmasıyla yavaşlamıştır. Seçim sonrasında ise sıkı politikaların devam edeceği beklentisinin kuvvetlenmesi ile kur baskısı azalırken, net döviz rezervleri toparlanmaya başlamıştır.

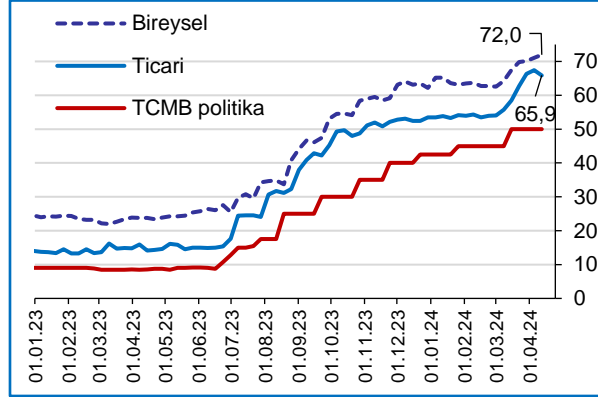
TCMB ve hükümetin sıkı para ve maliye politikalarını süreceğine ilişkin net mesajları piyasalardaki oynaklığı azaltıcı niteliktedir. Nitekim Sayın Cumhurbaşkanı başta olmak üzere, yetkililer, Orta Vadeli Program (OVP) hedeflerine bağlı kalınacağına, bu çerçevede sıkı para ve maliye politikalarının devam edeceğinin sürekli altını çizmektedirler. Bu yaklaşımın uygulamalarla desteklenmesinin, başta ülkemiz kredi notu olmak üzere, enflasyon bekleyişlerine, rezervlere ve kur istikrarına olumlu yansıtacağı öngörülmektedir.

TCMB'nin son dönemde mevduat faizlerinin artmasına yönelik uygulamaları olumludur. Ancak kredi artış oranına yönelik kısıtlar, özellikle KOBİ'lerin krediye erişimini ve üretimi olumsuz etkilemektedir. Bu çerçevede TCMB'nin para politikasını asıl olarak mevduat faizlerinin sıkı kalmasını sağlayacak politika faizi ve likidite yönetimi ile yürütmesinin, kredi kısıtlarını gevşetmesinin ve kredi faizlerinin **serbest piyasa mekanizması çerçevesinde** oluşmasının daha uygun olacağı değerlendirilmektedir.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. TCMB'nin kredi artış hızına ilişkin kısıtlayıcı düzenlemeleri kredi faizlerinin çarpıcı şekilde artmasına neden olmuştur. TCMB, tüketici kredilerinin ve bazı istisnalarla ticari kredilerin aylık artış hızını yüzde 2 olarak sınırlandırmış; bu sınıra uymayanlara çok sert zorunlu karşılık uygulaması getirmiştir. Böylece kredi arzı kısıtlanmış, kredi piyasasında rekabet azaldığı için kredi faiz oranları sert bir şekilde artmıştır. Nitekim bireysel kredi faizleri yüzde 72, ticari kredi faizleri ise yüzde 65,9 ile çok yüksek düzeylere çıkmıştır.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)



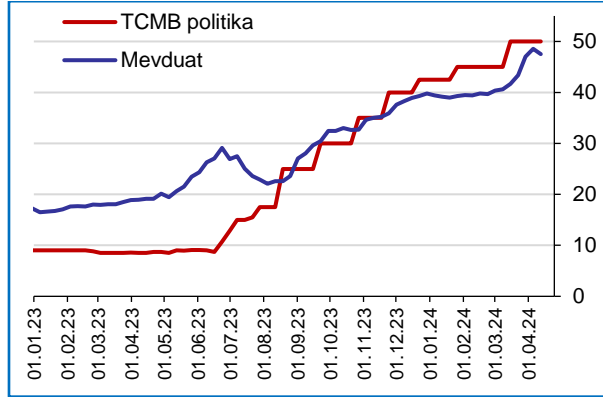
Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. TCMB'nin son dönemde swap işlemleri ile sağladığı likiditeyi azaltması, repo piyasası faizlerinin TCMB koridorunun üst sınırı olan yüzde 53 düzeyinde oluşmasına yol açmaktadır. Bu, mevcut şartlarda oldukça olumlu bir gelişmedir. Zira uzun süre mevduat faizlerini artırmamayı tercih eden bankalar daha yüksek mevduat faiz vermeye zorlanmakta, mevduat tarafında sıkılık artırılmaktadır. Böylece hem ters dolarlaşma teşvik edilmekte hem de tasarruflar teşvik edilerek iç talep azaltılmaktadır. Ancak hala mevduat basit faizlerinin politika faizinin altında seyrettiği dikkati çekmektedir. TCMB'nin mevduat faiz

oranlarında sıkılaştırma sağlayacak önlemlerinin yararlı ve gerekli olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

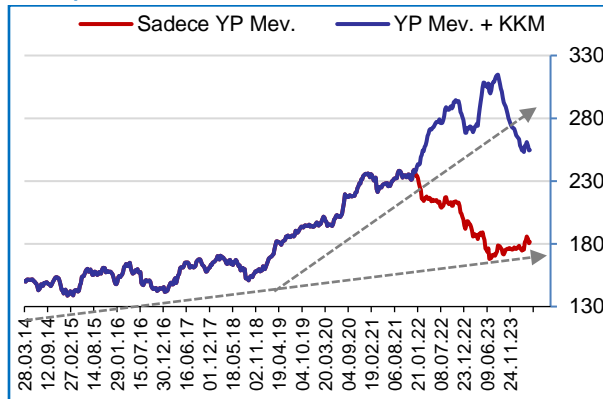


Kaynak: TCMB

Not: TCMB mevduat faizlerini bileşik faiz olarak ilan etmektedir. Grafikte politika faiziyle uyumlu yaklaşık basit faiz kullanılmıştır.

3. Yabancı para cinsi mevduatlardaki azalış eğilimi sürmektedir. Toplam dolarlaşma göstergesi olan yabancı para mevduat ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) toplamındaki azalış eğilimi devam etmektedir. Mart ayında KKM'deki azalış eğilimi yavaşlamış, yabancı para mevduatlar ise artmaya başlamıştır. Ancak yerel seçimler sonrası sıkı parasal duruşun devam etmesiyle toplam yabancı para cinsi mevduatların düşüş eğilimi tekrar başlamıştır. Bu olumlu eğilimin devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 3: Yabancı para ve KKM (milyar dolar)

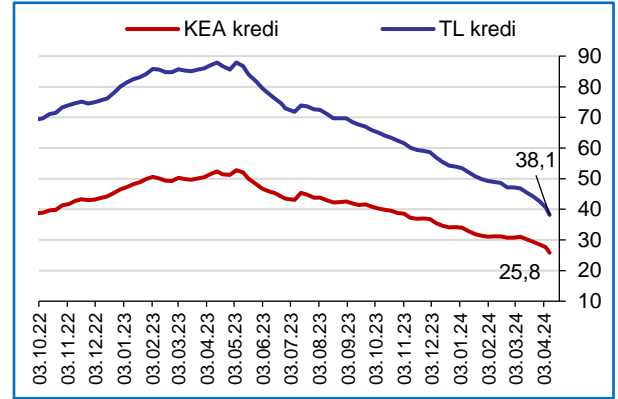


Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

4. Kredi artış oranı belirgin yavaşlamaktadır. Yerel seçim öncesinde kredi talebindeki artış sonrası TCMB, Türk lirası cinsi

kredileri doğrudan kısıtlama önlemlerini devreye almıştır. Bu kısıtlar kredi artışında keskin bir yavaşlamaya yol açmıştır. Kısıtların devamı halinde hem kredi faizlerinin aşırı yüksek düzeylerde kalabileceği hem de yıllık kredi artış hızının aşamalı olarak yüzde 30'un altına inebileceği değerlendirilmektedir. Ancak kredi artışının sert bir şekilde yavaşlaması, özellikle KOBİ'ler açısından önemli sıkıntılar yaratmaktadır. Bu nedenle kredi kısıtlarının yan etkileri göz önüne alınarak, asıl sıkılaştırmanın mevduat tarafında devamının ve kredi piyasasının rekabetçi koşullarda oluşmasının daha uygun bir yöntem olacağı düşünülmektedir.

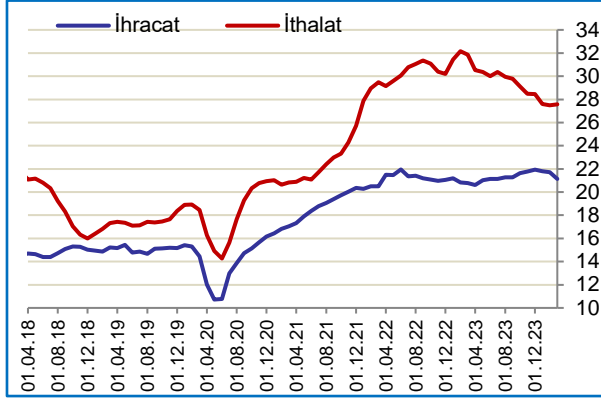
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

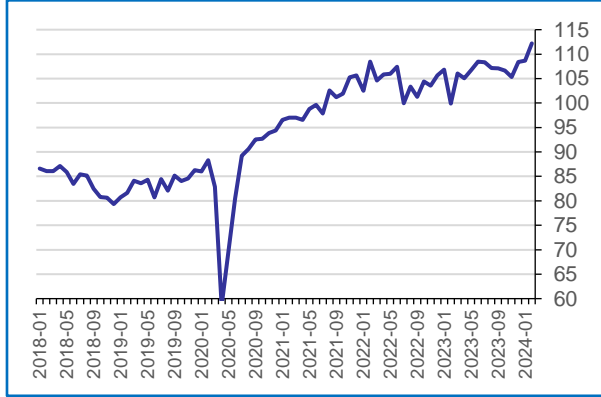
5. İhracat yataya yakın, ithalat sınırlı gerileme eğilimini sürdürmektedir. Avrupa kaynaklı talep zayıflığı ihracatı olumsuz etkilemektedir. Buna karşın ihracatın yataya yakın seyri, ithalatın ise mevsimsellikten arındırılmış olarak hafif düşüş eğilimini sürdürmesi cari işlemler açığına olumlu yansımaktadır. İthalattaki azalış eğiliminin, enerji fiyatlarında belirgin bir kalıcı artış olmaması halinde, önümüzdeki dönemde de süreceği tahmin edilmektedir.

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

Grafik 5: Aylık ihracat-ithalat (milyar USD, mev. düzeltilmiş, 3-aylık hareketli ort.)

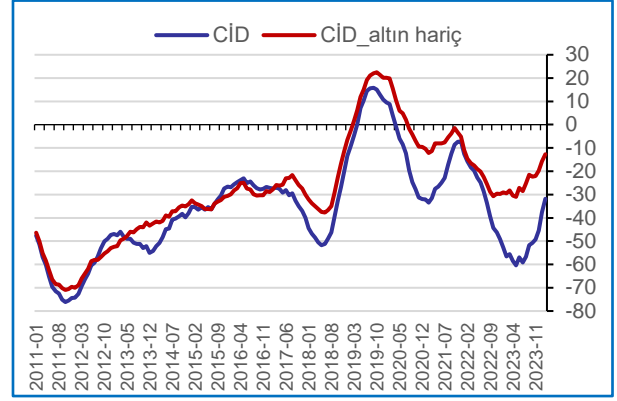
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi şubat ayı verileri üretimde hafif canlanmaya işaret etmektedir. Sanayi üretiminde ihracattaki zayıf seyrin de etkisiyle ağustos ayında başlayan hafif zayıflama eğilimi kasım ayına kadar sürmüştü, aralık ve ocak aylarında yaşanan hafif toparlanma şubat ayında belirginleşmiştir. Ancak bu artışın geçici olma olasılığı mevcuttur. Zira özellikle mart ayında alınan sıkılaştırıcı önlemlerle iç talepte önemli yavaşlama beklemekteyiz.

Grafik 6: Sanayi üretim endeksi (2015=100)

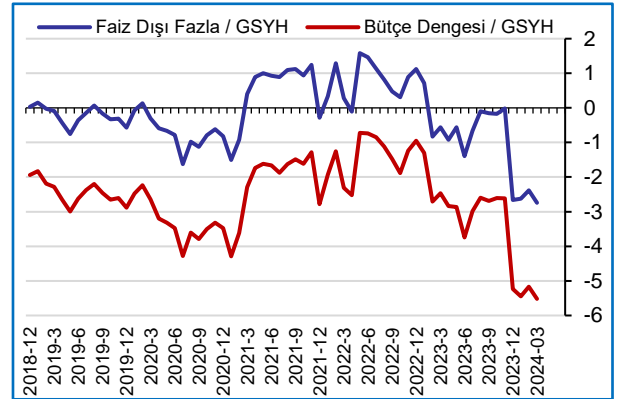
Kaynak: TÜİK

7. Cari işlemler açığı düşüş eğilimini sürdürmektedir. Ekonomideki kırılmalardan biri olan cari işlemler dengesindeki 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 7: 12-aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB

8. 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. Ancak aralık ayında özellikle fiilen gerçekleştirilmeyen deprem harcamalarının tahakkuk ettirilmesiyle bütçe açığı çarpıcı şekilde bozulmuştur. Ocak-mart 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.

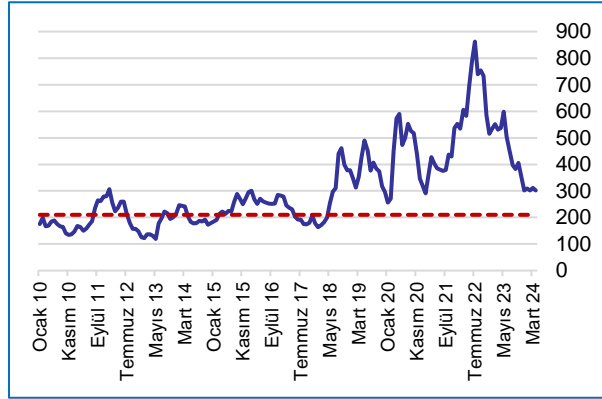
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Ülke risk primi hızlı düşüşten sonra ocak-nisan 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 dört 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.

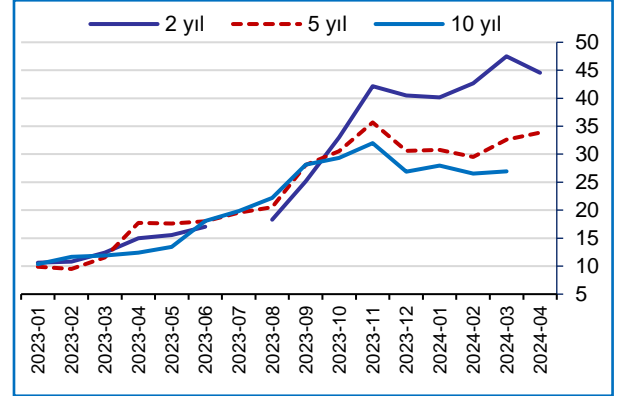
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Yerel seçim öncesi kısmen artan Hazine borçlanma faizleri yataya yakın seyretmektedir. Parasal sıkılaşma 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.

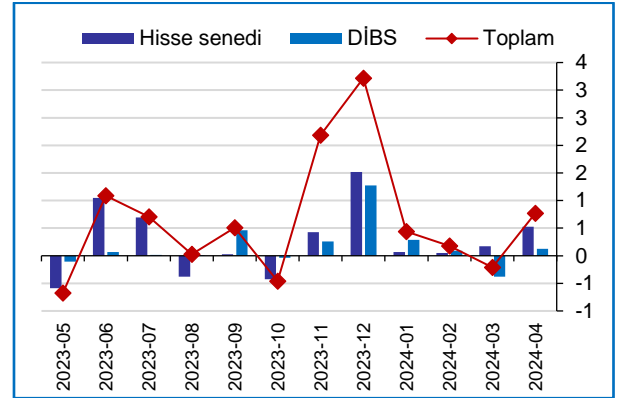
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yerel seçim öncesi duran yabancı portföy girişleri, seçim sonrası tekrar başlamıştır. İstikrara yönelik önemli adımlar atılması ve faizlerin yükselmesiyle birlikte kasım ve aralık aylarında başlayan yabancı portföy girişleri, ocak-mart döneminde duraksamış, seçimler sonrası yetkililerin sıkı politikalara devam edileceği mesajları ile kısmen artmıştır. Sıkı politika duruşu sürdükçe ve dışsal bir şok olmadıkça portföy girişlerinin devam etme olasılığının yüksek olduğunu değerlendiriyoruz.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

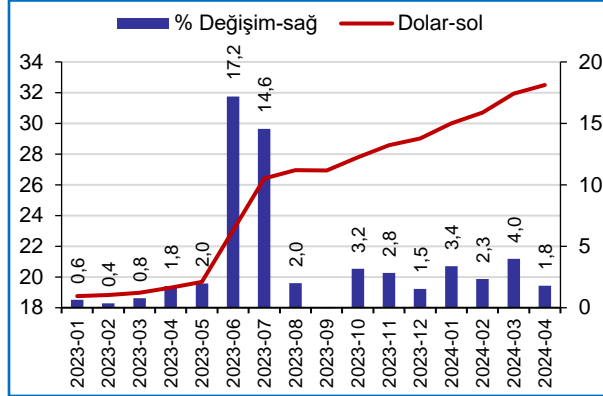


Kaynak: TCMB

12. Yönetilen kur stratejisi çerçevesinde şubat ayına kadar sınırlı (~yüzde 2,5) olan kur artışı, mart ayında hızlanmış, seçim sonrası ise yavaşlamıştır. 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 önemlidir. Nitekim TCMB kontrollü kur politikası yürütmeye özen göstermektedir. 2024 yıl sonu tüketici enflasyonunun yüzde 40'ın altına inmesi için aylık kur artışlarının yılın kalan döneminde

yaklaşık yüzde 2 veya daha az olması gerektiği değerlendirilmektedir.

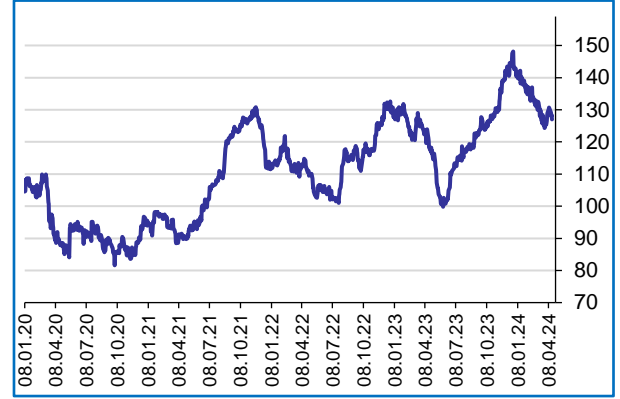
Grafik 12: ABD doları kuru (TL) ve değişimi (%)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

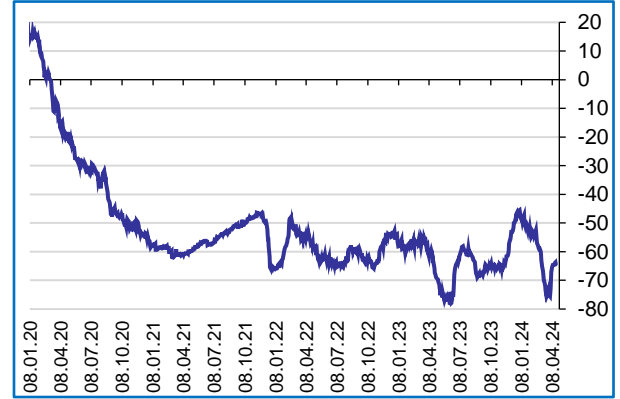
13. Güçlü parasal sıkılaşmayla birlikte aralık ayına kadar hızla artan net döviz rezervleri, yerel seçimler öncesi hızla azalmış, seçimler sonrası ise toparlanmaya başlamıştır. Kasım 2023-Mayıs 2024 dönemi mevsimsel cari işlemler açığının yüksek olduğu bir dönemdir. Buna rağmen güçlü yabancı portföy girişleri nedeniyle TCMB net döviz rezervleri özellikle aralık ayında belirgin artmış, ocak ayından itibaren ise portföy girişlerinin durması ve yerleşiklerin döviz talebiyle hızla azalmıştır. Ancak yerel seçimler sonrası sıkı politikaların devam edeceği algısının kuvvetlenmesiyle birlikte özellikle yerleşiklerin döviz satışı ve kısmen yabancı portföy girişiyle rezervler toparlanma eğilimine girmiştir. Rezervlerdeki toparlanma Ortadoğu'daki gerginlik nedeniyle duraksama eğilimine girmiş olsa da sıkı politikalar sürdükçe ve dışsal bir şok olmadıkça toparlanmanın devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 13.a: Brüt döviz varlıkları (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

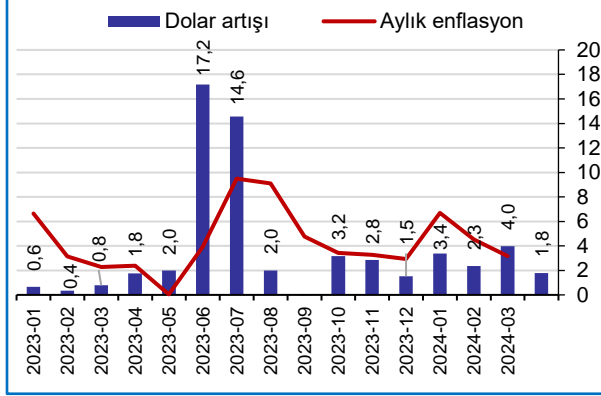
Grafik 13.b: Net döviz varlıkları (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. Enflasyon eğilimi 2024 yıl sonu hedefinin üzerinde bir seviyeyi ima etmektedir. Aylık enflasyon oranları, ağustos ayından itibaren kur artışlarının görece düşük tutulması nedeniyle eylül-aralık döneminde hafif düşüş eğilimi göstermesine karşın, asgari ücret artışlarının fiyatlara yansıtılması, vergi artışları ve fiyatları kamu otoritelerince yönetilen/yönlendirilen mal ve hizmetlere yapılan zamlar nedeniyle yılın ilk çeyreğinde yüksek gerçekleşmiştir. Enflasyonun seyrinde kur artışlarının belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.

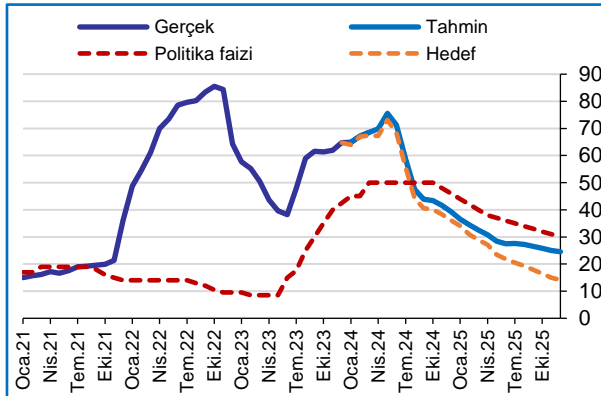
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

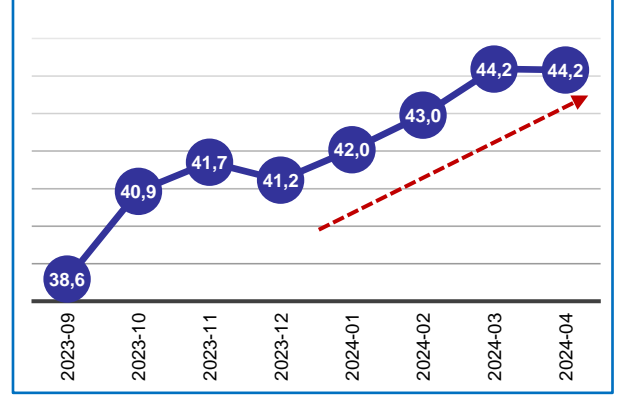
15. TCMB'nin mart ayındaki politika faiz artışı sonrası parasal koşulların sıkılaştırılmasının enflasyon eğilimine olumlu yansıtacağı düşünülmektedir. Son aylardaki olumsuz fiyatlandırma davranışları ve en önemli yüksek enflasyon beklentilerinin bir türlü kırılmaması, enflasyonun yüzde 36 olan 2024 yılı hedefine yakınsamasını zorlaştırmaktadır. Nitekim TCMB'nin mart ayındaki 5 puanlık faiz artışına ve seçim sonrası sıkı politika duruşunun devamına yönelik mesajlarına rağmen piyasaların 2024 yıl sonu enflasyon beklentileri henüz iyileşmemiştir. Sahadan aldığımız izlenim ise firmaların ve hanehalklarının, banka iktisatçıların beklentilerinin üzerinde enflasyon bekledikleri, hedeflere inanmadıkları yönündedir. Bu nedenle enflasyonun 2024 sonunda yüzde 40'a yakınsaması ve altına inmesi için iletişimin kuvvetlendirilmesi gerekmektedir. Diğer yandan, mevcut parasal sıkılığın yeterli olduğunu ve enflasyonun yıl sonunda yüzde 40 civarına düşebileceğini değerlendiriyoruz.

Grafik 15.a: Enflasyon beklentileri (%)



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

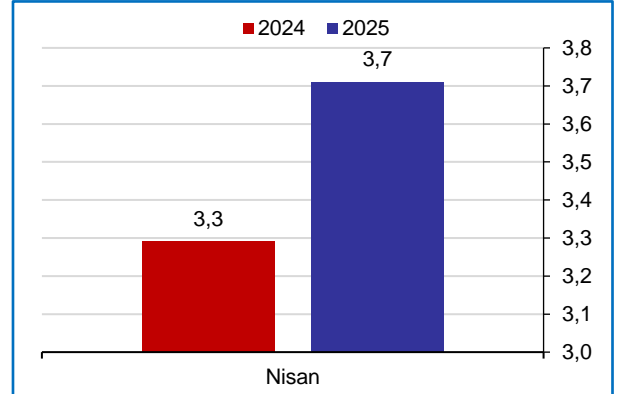
Grafik 15.b: Piyasanın 2024 yılı sonu enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

16. Piyasaların 2024 büyüme tahminleri yatay seyretmektedir. Piyasalar 2024 yılında yüzde 3,3, 2025 yılında ise yüzde 3,7 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 gecikmeli etkisiyle ekonomideki yavaşlamanın yerel seçim sonrası belirginleşeceğini ve 2024 büyümesinin **yüzde 3'ün altına** inebileceğini öngörmekteyiz.

Grafik 16: 2024 yılı büyüme beklentisi (%)

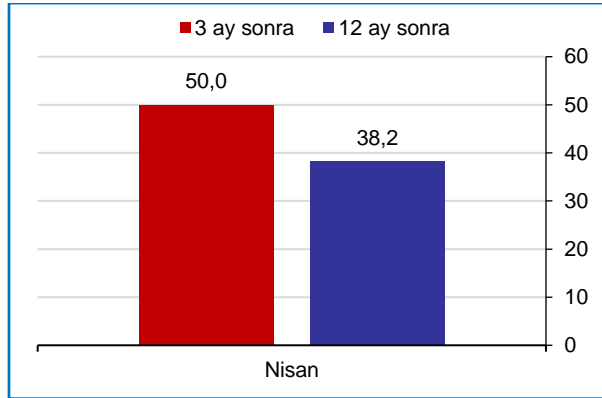


Kaynak: TCMB

17. Piyasalar TCMB'nin faiz artış sürecinin tamamlandığını öngörmektedir. Anket katılımcıları politika faizinin yüzde 50 ile tepe yaptığını, enflasyondaki düşüş eğilimiyle uyumlu olarak 2024 sonunda yaklaşık yüzde 45 düzeyinde olacağını öngörmektedir. Dolayısıyla piyasalar 2025 enflasyon beklentisi yüzde 30'un altında olmasına karşın, politika faizinin yüksek kalacağını; yani, oldukça **yüksek reel faizli** bir sürecin gerçekleşeceğini düşünmektedir. Diğer yandan, piyasaların enflasyon beklentilerinde, TCMB hedeflerinin ima ettiğinden daha az gerileme gözlenmektedir. Nitekim piyasaların

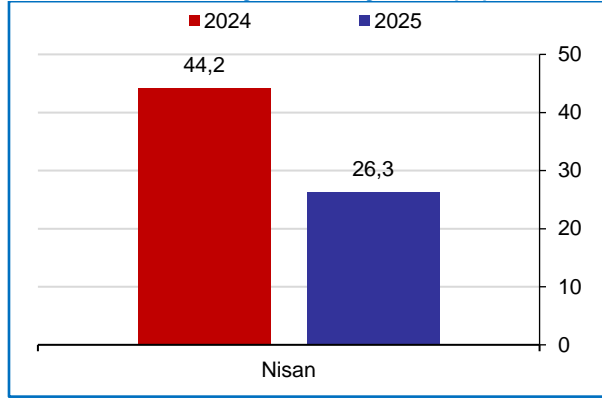
enflasyon bekleyişi hedeflere göre oldukça yüksektir.

Grafik 17.a: Politika faizi bekleyişleri (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon bekleyişleri (%)

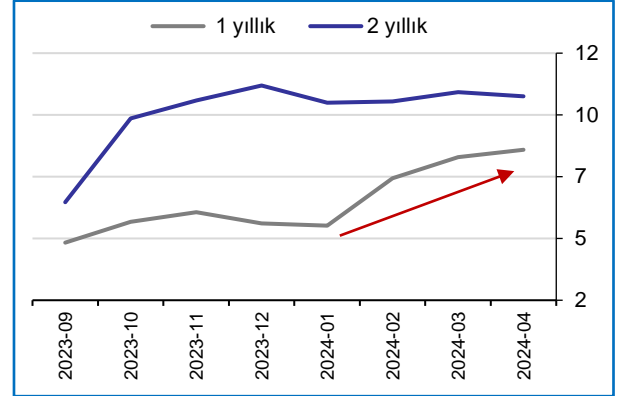


Kaynak: TCMB

TCMB'nin itibar açığı oldukça yüksektir.

TCMB tahminleri-hedefleri ile piyasa bekleyişleri 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. Enflasyon bekleyişlerini hedeflere yakınlıktırılmadıkça enflasyon hedeflerine ulaşmak güçleşmekte ve bu durum TCMB'yi daha sıkı parasal duruşa zorlamaktadır. Bu çerçevede, öngörülebilirliği artıracak güçlü bir iletişim stratejisinin zaruri olduğu düşünülmektedir.

Grafik 17.c: TCMB itibar açığı (baz puan)

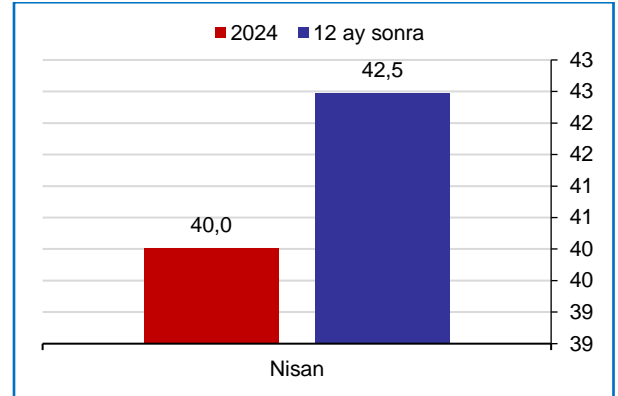


Kaynak: TCMB ve TEPAV hesaplamaları

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

Piyasanın enflasyon tahminlerinin oluşmasında kur bekleyişi önemli bir değişkendir. Ancak aylık ortalama yüzde 2,5'lik kur artışı ile enflasyon hedeflerine yakınsanması gittikçe güçleşmektedir. Bu çerçevede, para politikası sıkılığı sonucu kur istikrarının artacağı ve aylık kur artışların daha sınırlı kalabileceği algısının kuvvetlenmesinin, enflasyonu düşürmede temel unsur olacağı düşünülmektedir.

Grafik 18: Kur (ABD doları) bekleyişleri (TL)



Kaynak: TCMB

SONUÇ

19. Mevcut veriler çerçevesinde;

- a. TCMB'nin mart ayında politika faizini 5 puan artırmasının ve mevduat faizlerinin sıkılaştırılmasına yönelik uygulamalarının olumlu olduğu,
- b. Parasal sıkılığın mevcut koşullarda yeterli olduğu ve olumlu etkilerinin aşamalı olarak hissedilmeye başlanacağı,
- c. TCMB'nin, parasal sıkılığın gerektiği kadar korunacağına ve gerekirse ilave sıkılaştırmanın yapılabileceğine ilişkin mesajlarının piyasalara olumlu yansıtacağı,
- d. Ancak kredi artış oranlarına ilişkin sıkılaştırıcı kısıtların kredi piyasasında rekabeti bozduğu, kredi faizlerinin aşırı yüksek düzeylere çıkmasına yol açtığı,
- e. Kredi faizlerinin aşırı yükselmesinin maliyetlerde ve krediye erişimde sıkıntılara yol açarak, özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeleri olumsuz etkilediği,
- f. Bu nedenle TCMB'nin parasal aktarım mekanizmasında mevduat faizlerine odaklanmasının, asıl mevduat faizlerinin yüksek tutulmasını teşvik etmesinin,
- g. Buna karşın kredi kısıtlarını gevşeterek, kredi faizlerinin rekabetçi piyasa koşullarında oluşmasına özen göstermesinin daha uygun olacağı,
- h. Para politikası tarafındaki olumlu gelişmelere karşın bütçede bozulma eğilimi oluşabileceği ve bu nedenle maliye politikalarında ilave sıkılaştırma ile sıkı para politikasının desteklenmesi gerektiği,
- i. Parasal koşulların oldukça sıkılaşmasına karşın enflasyon bekleyişlerinde yeterli kırılma sağlanamadığı ve bu nedenle özellikle hanehalkı ve reel sektöre yönelik, öngörülebilirliği artıracak etkin bir iletişim politikasının zaruri olduğu,

değerlendirilmektedir.