

Aylık Ekonomik Değerlendirme

Ali Çufadar / Ekrem Cunedioğlu

Sayı: 1 | Kasım 2023

GENEL GÖRÜNÜM

Türkiye’de, makroekonomik dengeler Eylül 2021-Mayıs 2023 dönemindeki genişlemeci politikalarla belirgin yıpranmıştır. Genişlemeci para politikası, iç talep kaynaklı büyümeyi güçlü tutsa da enflasyona, dolarlaşmaya, yüksek cari işlemler açığına ve kur baskısına yol açmış; yüksek enflasyon, gelir ve servet dağılımını çarpıcı şekilde bozmuştur. Oluşan kur baskısı, yoğun rezerv satışı ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulamasıyla azaltılmaya çalışılmış, ancak TCMB likit rezervleri, Mayıs 2023’te kritik düşük düzeylere gerilemiş, Türkiye ödemeler dengesi krizi riski ile karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla, uygulanan politikalardan keskin bir dönüş gereği kendini dayatmıştır.

Son iki yıllık süreçte, enflasyon dinamikleri ve fiyatlama davranışları da bozulmuştur. Türkiye’de enflasyon eğilimini asıl olarak, kur, bekleyişler, iç talep ve küresel emtia fiyatları belirlemektedir. Şok kur artışları ve uygulanan genişlemeci politikalar nedeniyle kur artışlarının devam edeceği algısı enflasyon bekleyişlerini bozmuş; güçlü iç talep, firmaların fiyatlama gücünü artırarak enflasyonu desteklemiştir.

Seçim dönemi uygulamaları ve Kahramanmaraş depremi bütçe dengelerini sarsmıştır. Nitekim, Türkiye’nin yıllardır en güçlü yanı olan bütçe disiplini görünümü bozulma eğilimine girmiştir.

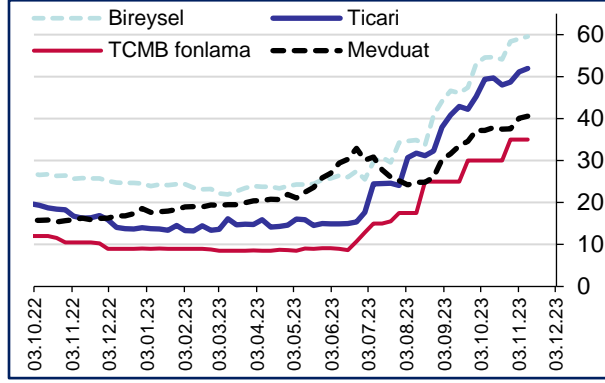
Dolayısıyla, Haziran 2023’te güçlü bir istikrar programı gereği zaruri hale gelmiştir. Uygulanacak program; sıkı para politikası ile enflasyonun kontrol altına alınması, rezervlerin

güçlendirilmesi ve makro dengesizliklerin azaltılması, bütçe disiplini ile bu sürecin desteklenmesine odaklanmalıydı. Nitekim, otoriteler, başlangıçta gecikilse de ekonominin yeniden dengelenmesine yönelik politikaları uygulamaya başlamışlardır.

Aylık olarak yayınlanacak bu rapor, önemli ekonomik göstergeleri ve kısa dönemli görünüm hakkındaki görüşlerimizi kısaca özetleyecektir. İlk olması nedeniyle, rapor kısmen genel tutulmuştur.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

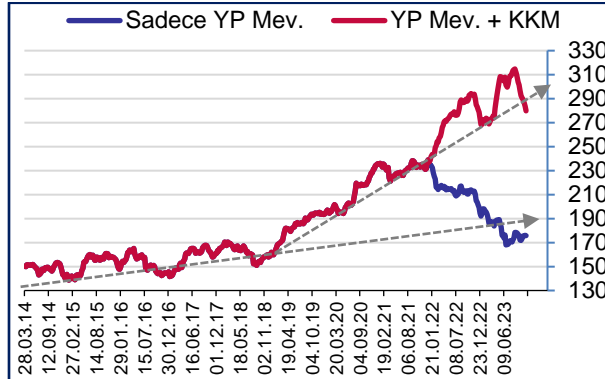
1. Yakın dönemde, parasal koşullar çok bariz sıkılaşmıştır. Politika faizi, Haziran 2023’ten itibaren yüzde 8,5’ten yüzde 35’e çıkmış, 26,5 puan artmıştır. Aynı dönemde bireysel kredi faizleri 35 puan artarak, yüzde 25’ten yüzde 59’a; ticari kredi faizleri 36 puan artarak yüzde 15’ten yüzde 51’e çıkmıştır. Asıl sıkılaşma ağustosta başladığından, sıkılaşmanın tam etkilerinin üç-dört aylık gecikmeyle kasımdan itibaren daha belirgin hissedilmesi beklenmektedir.

Grafik 1: Faiz oranları (%)

Kaynak: TCMB

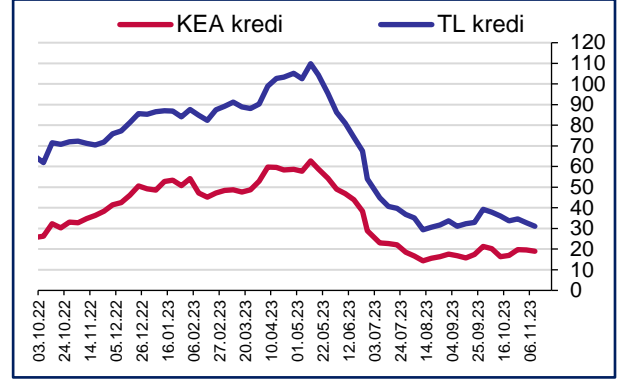
2. Parasal sıkılaştırma, dolarlaşmayı azaltmıştır.

Toplam dolarlaşma göstergesi olan yabancı para mevduat ve KKM toplamı Eylül'den başlayarak azalış eğilimine girse de hala 2022 öncesinin oldukça üzerindedir. Sıkı parasal duruşun devamıyla, dolarlaşmada KKM kaynaklı düşüş eğiliminin devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 2: Yabancı para ve KKM (milyar dolar)

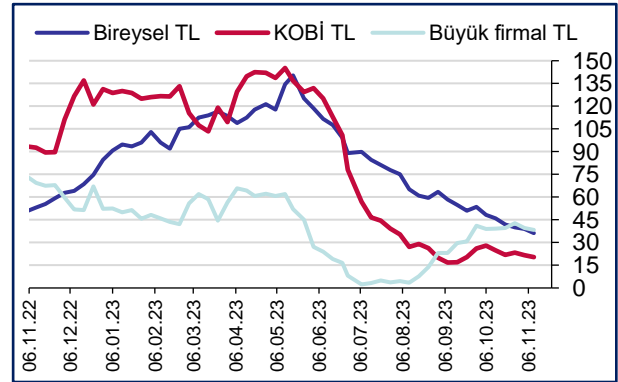
Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

3. Parasal sıkılaştırma, kredi artışını keskin azaltmıştır. İç talep eğilimi açısından en önemli göstergelerden olan ve son üç aylık artışların bileşik yıllıklandırılmış haliyle gösterilen kredi artışı eğilimi (ivmesi) seçimler sonrasında gerek ticari ve gerekse bireysel kredilerde oldukça yavaşlamıştır. 2024 yılı enflasyon hedefi yaklaşık yüzde 35 kabul edildiğinde, yüzde 35'in belirgin altındaki kredi artışı ivmesi, kredi koşullarının açık şekilde sıkılaştığını ima etmektedir.

Grafik 3.a: Üç aylık kredi¹ artışı eğilimi (yıllık, %)

Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

Kredi ivmesindeki zayıflama özellikle KOBİ ve bireysellerde barizdir. Daha fazla kredi faizi sıkılaştırmasının ekonomide öngörülenin üzerinde yavaşlama yaratması da olasıdır. Dolayısıyla, kredi faizlerinin üst sınıra ulaştığı, bankacılık sisteminin uyguladığı “yüksek marjın” azalması halinde, mevduat tarafında ilave sıkılaştırma alanı olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 3.b: Üç aylık kredi ivmesi (yıllık, %)

Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

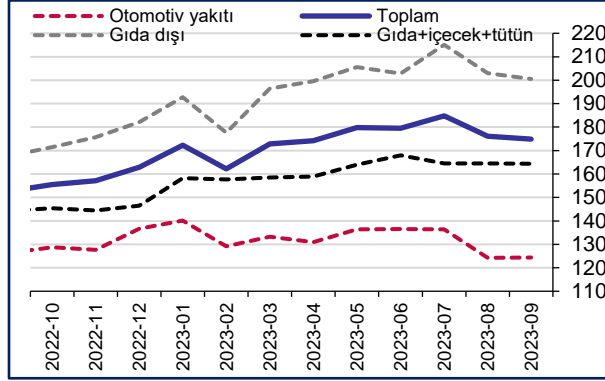
4. İç talepte yavaşlama işaretleri mevcuttur.

Önemli iç talep göstergelerinden perakende satış endeksi, Ağustos 2023'ten başlayarak aşamalı düşmeye başlamış; düşüş, gıda dışı ve otomotiv yakıtı alanlarında belirginleşmiştir. Parasal koşullardaki sıkılaştırmanın gecikmeli etkisiyle, gıda dışı iç talep yavaşlamasının **devam edeceği** öngörülmektedir. Ancak, reel gelir kayıplarının

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

giderilmesini de içerecek Ocak maaş zamlarının kısmen telafi etkisi de olacaktır.

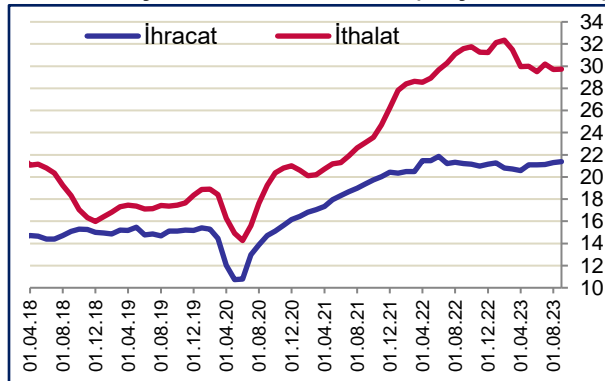
Grafik 4: MD perakende satış endeksi (2005=100)



Kaynak: TÜİK

5. İhracat yatay seyredirken, ithalat gerileme eğilimine girmiştir. Avrupa kaynaklı talep zayıflığı ihracatı olumsuz etkilemektedir. Nitekim, Covid-19 sonrası güçlenen ihracat, son bir buçuk yıldır yataya yakın seyretmektedir. Buna karşın, seçim öncesi politikalar nedeniyle güçlenen iç talep ve özellikle altın ve otomotiv talebi, ithalatı artırırken, petrol fiyatlarındaki düşüş söz konusu talep artışının ithalat tutarına yansımaları frenlemiştir. Önümüzdeki aylarda, ihracatın yataya yakın, ithalatın ise mevsimsellikten arındırılmış olarak düşüş eğilimini sürdürmesi; cari işlemler açığı baskısının görece olarak azalması beklenmektedir.

Grafik 5: Aylık ihracat ve ithalat (3 aylık har. ort)

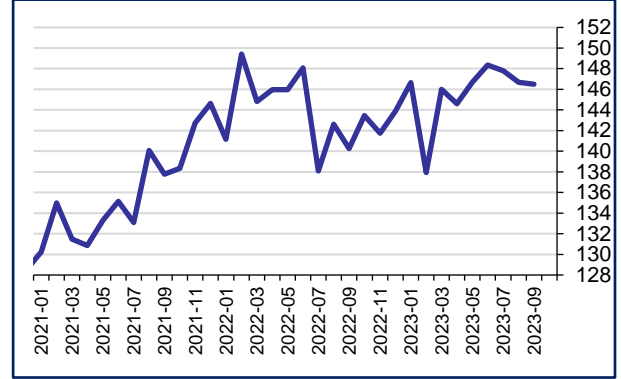


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi zayıflama eğilimindedir. İhracattaki zayıf seyrin de etkisiyle, son bir yıldır yataya yakın seyreden, ancak seçim öncesi dönemde hafif ivmelenen sanayi üretimi,

Ağustos'tan başlayarak hafif zayıflama eğilimi göstermektedir. İhracatın zayıf seyrine ve azalan iç talebe bağlı olarak, sanayi üretimindeki zayıf seyrin şiddetleneceği öngörülmektedir.

Grafik 6: Sanayi üretim endeksi

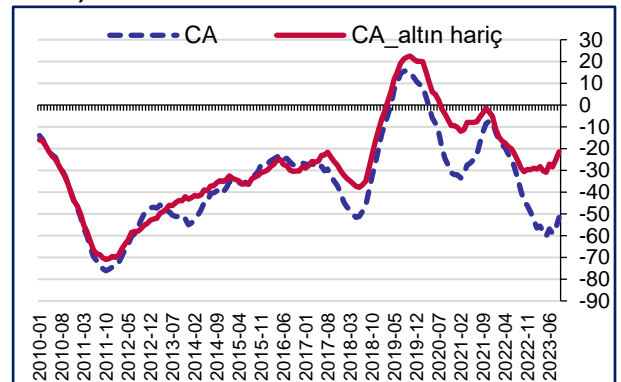


Kaynak: TÜİK

7. Cari işlemler açığı düşüş eğilimindedir.

Ekonomideki kırılmalıkların açısından en önemli göstergelerden cari işlemler açığı, seçim öncesi dönemde, altın ve otomobil ithalatı nedeniyle belirgin artmıştır. Esasında, Türkiye, 2018 öncesine göre daha az cari açık verme eğilimindedir. Finansal varlık niteliğindeki altın hariç tutulduğunda, iç talebin güçlü olduğu dönemde dahi cari işlemler açığı sınırlı düzeydedir. Nitekim cari açık, yıllık bazda Temmuz 2023'ten başlayarak düşüş eğilimine girmiştir. Bu eğilimin, azalacak altın ve otomobil ithalatı nedeniyle devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 7: 12 aylık cari işlemler açığı (milyar dolar)



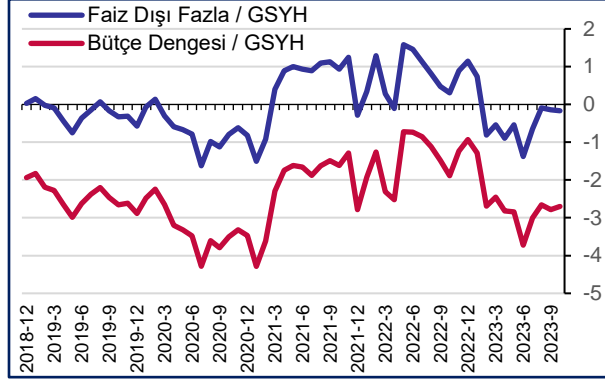
Kaynak: TCMB

8. Bütçe, beklenenden olumlu seyretmektedir.

Seçim dönemi ve deprem harcamalarına karşın

bütçe açığı beklenenden azdır. Bunun en önemli nedenleri; Temmuz'daki yüksek vergi artışları, Haziran sonrası şok enflasyonun yarattığı vergi geliri artışı (**enflasyon vergisi**) ve tahsilat oranlarındaki yükseliştir. Ayrıca deprem kaynaklı harcamaların gelecek yıla aktarılması da bütçe açığındaki yüksek oranlı bir bozulmayı baskılamış olabilir. Şimdiye kadarki görece güçlü iç talep ve reel sektörün yüksek karlılığı da bütçe gelirlerini desteklemiştir. Ancak, Ocak 2024'teki ücret artışları ve iç talepteki belirgin yavaşlama sonrası bu olumlu eğilimin devamı zorlaşacaktır. Bütçe disiplinindeki görece olumlu sürecin devamı, para politikasının desteklenmesi açısından da önemini koruyacaktır.

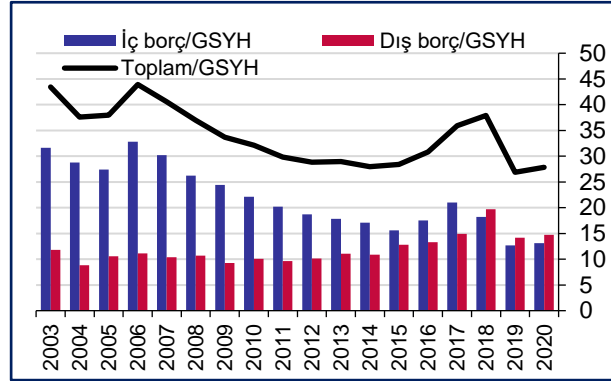
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Kamu borç stoku oldukça düşük düzeydedir. Özellikle Covid-19 sonrası global ölçekte kamu borç stokları güçlü şekilde artarken, Türkiye'nin borç stokunun çok önemli kısmı döviz cinsinden olmasına rağmen oldukça düşük düzeylerde kalmıştır. Bunun en önemli nedeni, genişlemeci para politikası döneminde bankaları borçlanma senedi almaya zorlayan düzenlemelerin de etkisi ile düşük kalan TL borçlanma faizlerinin yanı sıra **şok enflasyonun yarattığı, özellikle sabit gelirlilerden ve borsa hariç Türk lirası finansal varlıklara yatırım yapanlardan kamuya yapılan gelir ve servet transferidir.** Ancak, sürdürülemez politikaların normalleşmesi ve sıkı para politikası döneminde gerçekleşecek borçlanma faizlerindeki belirgin artışla ve ekonominin yavaşlaması sonucu vergi gelirlerinin baskılanmasıyla, kamu borç stokunun artış eğilimine gireceği öngörülmektedir. Bu nedenle, bütçe disiplininin önemi artacaktır.

Grafik 9: Kamu borç stoku (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

10. Para politikasının makulleşmesi ve uygulanan politikalardaki öngörülebilirliğin artmasıyla ülke risk primi hızlı şekilde düşüş eğilimindedir. Seçim öncesi dönemde, sürdürülemez politikalar ve belirsizlik kaynaklı yüksek CDS (Kredi Risk Primi)'ler, özel ve Kamu kesiminin yurtdışı borçlanmasını kısıtlamıştır. Türkiye'nin yurtdışı kaynaklara ucuz ulaşabilmesi, sürdürülebilir büyüme açısından kritik önemdedir. Politikalar makulleştikçe ve belirsizlik azaldıkça CDS'ler düşme eğilimine girmiş, Türkiye'nin uluslararası piyasalara erişimi kısmen kolaylaşmaya başlamıştır. Mevcut politika duruşu kararlılıkla uygulandıkça, düşüş eğiliminin sürmesi beklenmektedir. Zira, belirsizlikler dışında, Türkiye'nin **borç stoku gibi makro-ekonomik risk göstergeleri oldukça düşük düzeyde iken**, cari işlemler açığında da geçmişe oranla yapısal iyileşmiş gözükmektedir. 2018 öncesi CDS ortalaması 210 baz puan civarındadır.

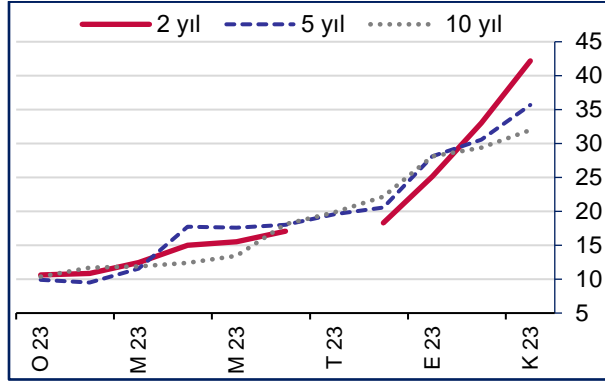
Grafik 10: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

11. Parasal sıkılaştırma ve bankaların DİBS alma zorunluluğunun gevşemesiyle, Hazine borçlanma faizleri belirgin artmıştır. Faizler, otoritelerin enflasyonun hızla düşeceği hedef/öngörülerine göre “**oldukça yüksek**” reel faiz ima etmektedir. Bu dönemde, Hazine'nin uzun vadeli sabit faizli borçlanmada ölçülü olmasının, düşük enflasyona geçiş döneminde kamunun üstleneceği yükün azaltılması açısından gerekli görülmektedir.

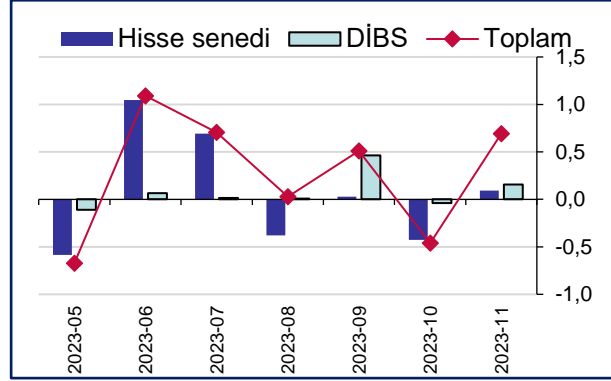
Grafik 11: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

12. İstikrara yönelik önemli adımlar atılmasına ve faizlerin bariz yükselmesine karşın, henüz önemli yabancı girişi gerçekleşmemiştir. Yabancı portföy girişi, özellikle Kasım 2023-Mayıs 2024 döneminde, parasal koşulların daha da sıkılaştırma riskini azaltacak, kur istikrarını destekleyecek bir unsur olacaktır. Gelişmeler, **mevcut şartların portföy girişleri için uygun olmasına karşın**, yabancıların politikaların kalıcılığı konusunda tereddütlerine işaret etmektedir. Ancak, mevcut sıkı duruşun sonuçları netleştikçe portföy girişlerinin belirginleşmesi beklenmelidir.

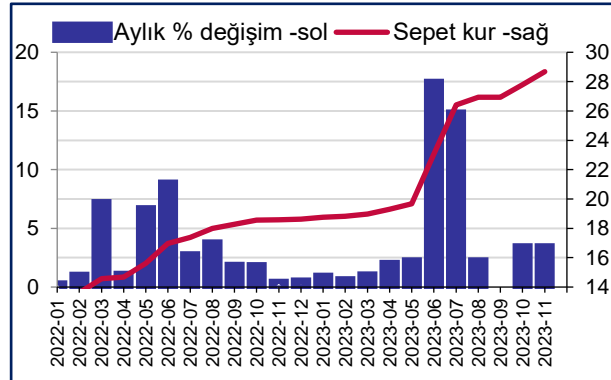
Grafik 12: Portföy hareketleri (milyar dolar)



Kaynak: TCMB

13. Yönetilen kur stratejisi çerçevesinde, kurlar aylık olarak sınırlı artmaktadır. TCMB, Haziran-Temmuz dönemindeki şok kur artışları sonrası, Ağustos'tan itibaren yönetilen kur stratejisine dönüş yapmış; kurların aylık sınırlı artmasına izin vermiştir. Bu strateji, enflasyon eğiliminde yavaşlamaya yol açmış görülmektedir. TCMB'nin bu stratejiyi, rezerv gelişmelerine bağlı olarak sürdürmeye çalışması muhtemeldir. Zira, 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.

Grafik 13: Aylık dolar kuru ve artışı (TL, %)

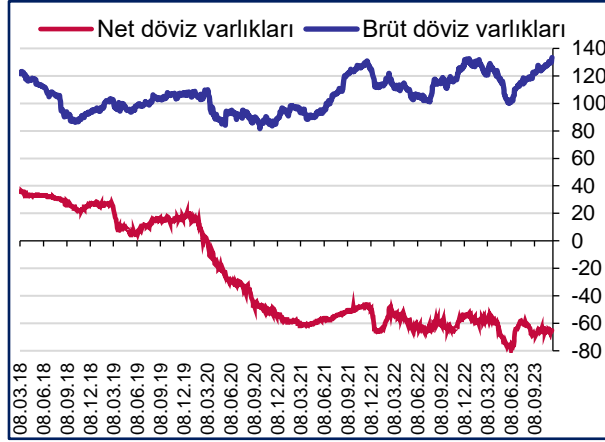


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. Güçlü parasal sıkılaştırmaya karşın, net rezervlerde belirgin bir iyileşme sağlanmamıştır. Kasım 2023-Mayıs 2024 dönemi mevsimsel cari işlemler açığının yüksek olacağı bir dönemdir. Bu dönemde, yaklaşık 25 milyar ABD doları cari açık olasıdır. Bu nedenle, güçlü kamu ve özel sektör net dış borçlanması ya da yabancı

portföy girişi olmaması durumunda, net ve brüt rezervlerde “geçici” baskı olasılığı yüksektir. TCMB nakit döviz rezervleri yüksek olmakla birlikte, net rezervlerdeki dönemsel azalışın beklentileri olumsuz etkilemesi ve bunun da kur baskısı yaratma olasılığı da mevcuttur. Dolayısıyla, birçok makroekonomik göstergede olumlu dengelerin belirginleşeceği, buna karşın dönemsel olumsuzlukları da içerecek Kasım 2023-Mayıs 2024 döneminde beklentilerin bozulmasını önleyecek sıkı parasal duruş önem kazanmaktadır. Diğer yandan, sıkı parasal duruşa rağmen, bu dönemde, net rezerv artış eğilimine girmemesi de **makuldür**.

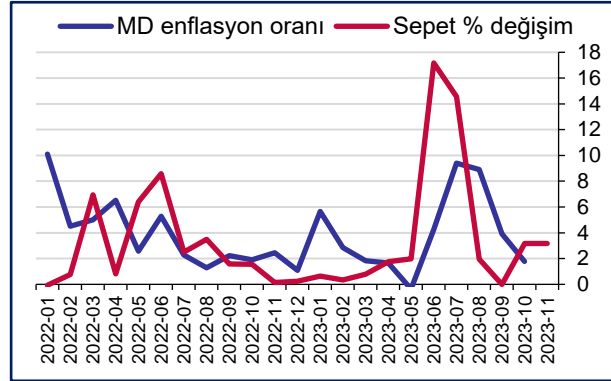
Grafik 14: Brüt-net döviz varlıkları (milyar dolar)



Kaynak: TCMB

15. Enflasyon, Haziran-Ağustos 2023'teki şoktan sonra hafif düşüş eğilimine girmiştir. Bu eğilimde, talep azalışı ve sıkı para politikasının süreceği beklentisiyle “fiyatlama davranışlarının” kısmen makulleşmesi de önemli rol oynamıştır. Ancak, bu sınırlı düşüş eğiliminde açık şekilde, yönetilen kur rejiminin etkisi olmuştur. Mevcut sınırlı/kontrollü kur artışlarının sürdürülebilirliği enflasyon dinamikleri açısından önemli olacaktır.

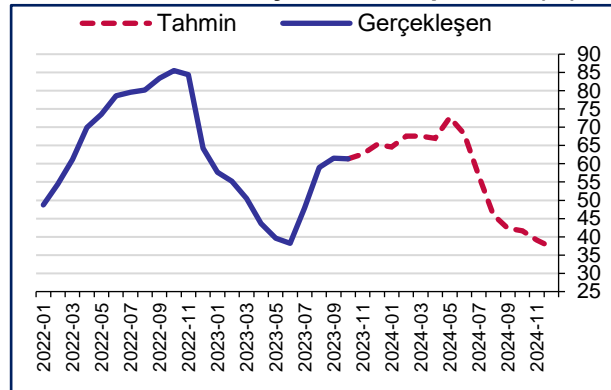
Grafik 15: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

16. Aylık kur artışının yaklaşık yüzde 2,5 olması halinde yıllık enflasyon oranının TCMB tahminlerine yakınsayacağı öngörülmektedir. Sıkı para politikasının sürdürüleceği varsayımıyla, piyasa beklentilerinin çok daha yüksek olmasına karşın, TCMB'nin 2024 sonu için öngördüğü yaklaşık yüzde 36 enflasyon oranı makule yakın görülmektedir. Nitekim, tahminlerimiz de TCMB tahminlerine yakındır. Ancak, TCMB'nin yüzde 36'lık enflasyon tahmininin hala çok yüksek bir oran olduğunun, bu oran için dahi özellikle yerel seçim döneminde uygulanabilecek olası genişlemeci politikalar, başta kira (yasal kısıdın kalkmasının hesaplamalara nasıl yansıtacağı net değil), hizmet sektörü kaynaklı önemli risklerin bulunduğu, kalıcı düşük enflasyon oranlarına yakınsanması için uzun bir süreç gerekeceğinin altı çizilmelidir.

Grafik 16: Baz enflasyon tahmini patikası (%)

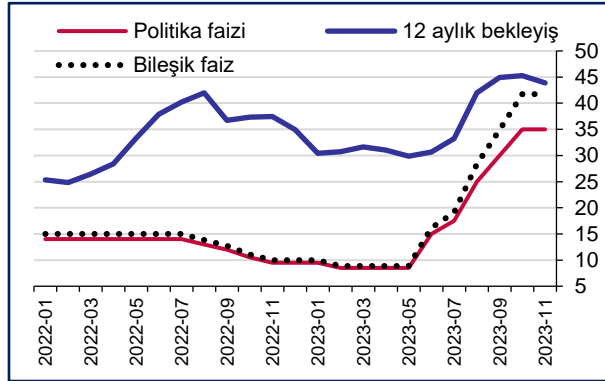


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

17. Piyasa enflasyon beklentileri, TCMB tahminlerinden oldukça yüksektir. TCMB tahminleri-hedefleri ile piyasa beklentileri

arasındaki fark, TCMB'nin (tahmin) **itibar açığı** olarak adlandırılmaktadır. Şimdiye kadar TCMB tahminlerinin kısa aralıklarla, yukarı yönlü güncellenmesi çok önemli bir sorundur ve TCMB itibarı ve beklentilerin yönetilmesi açısından olumsuzdur. Zira, **para politikasında hedeflerin dışsal şok olmadıkça değişmemesi, enflasyonist baskılara göre politika faizinin değişmesi esas olmalıdır.** Son dönemde parasal koşullar bariz sıkılaşmasına karşın, piyasa beklentilerinde **katılık** gözlenmektedir. Enflasyonu düşürme sürecinin ilk aşamalarında enflasyon beklentilerinin otoritelerin tahminlerinden bir miktar yüksek kalması **beklenen** bir durumdur, zira geçmiş tecrübeleri olan piyasaların "kararlılıkla" ikna edilmesi gerekecektir. Ancak mevcuttaki 9 puana yakın fark **aşırıdır.** Bu çerçevede, TCMB politika **(bileşik)** faizinin, piyasa enflasyon beklentilerinin altında olmaması ve beklentilerin kırılması için kararlılığını fiili uygulamalarla göstermesi gerekmektedir. Zira, piyasa beklentilerinin de TCMB tahminlerine hızlı bir şekilde yakınsaması, enflasyonu düşürme maliyetinin sınırlanması açısından çok daha önemli hale gelecektir.

Grafik 17: 12 aylık piyasa enflasyon beklentişi (%)

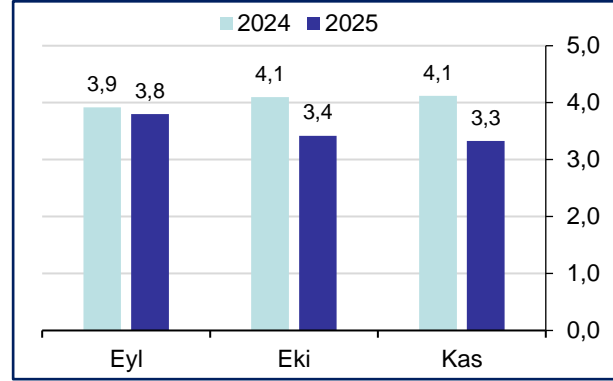


Kaynak: TCMB

18. Piyasaların 2024 yılı büyüme tahminleri düşüş eğilimindedir. Para politikasının sıkılaşması ve TCMB'nin enflasyonu düşürme sürecinde kararlılık mesajını güçlendirmesi, 2024 yılı büyüme beklentişinin belirgin düşüş eğilimine girmesine yol açmış, beklentiler aşamalı bir düşüşle yüzde 3,3 düzeyine gerilemiştir. Piyasa beklentilerinin, TCMB net bir büyüme oranı vermese de Enflasyon Raporu grafiklerine göre

yüzde 3'ün altında olduğu düşünülen tahmininin biraz üzerinde seyretmektedir. Tahminimiz, ekonomideki yavaşlamanın belirginleşerek 2024 yılı büyümesinin **yüzde 3'ün altında** kalacağı yönündedir.

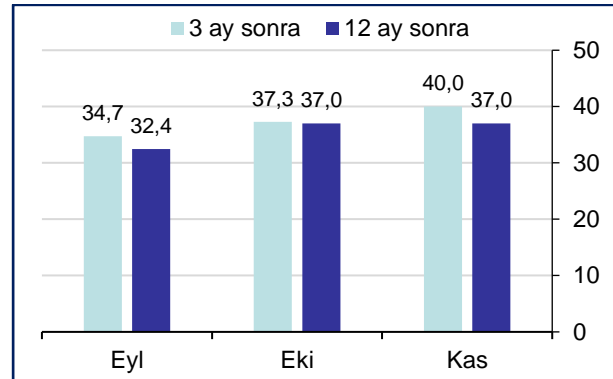
Grafik 18: 2024 yılı büyüme beklentişi (%)



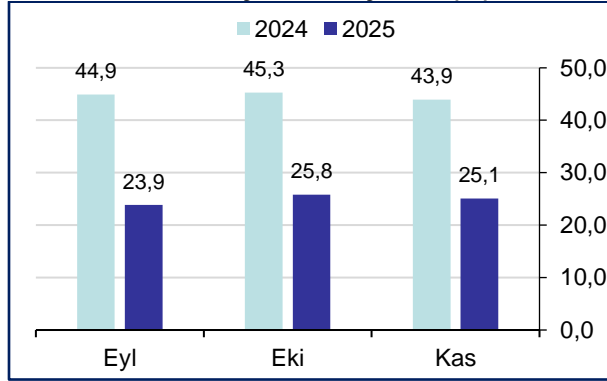
Kaynak: TCMB

19. Piyasalar, para politikasında Kasım ve Aralık 2023'te toplam 5 puanlık ilave sıkılaşma beklemektedir. Nitekim, piyasa ekonomistleri, Aralık 2023'te politika faizinin yüzde 40 ile tepe yapacağını, daha sonra enflasyondaki düşüş eğilimi sonrası ise, 2024 sonunda yüzde 37 düzeyinde olacağını öngörmektedir. Dolayısıyla, piyasalar 2025 enflasyon beklentişi yüzde 30'un altında olmasına karşın, politika faizinin yüksek kalacağını, **yüksek reel faizli** bir sürecin gerçekleşeceğini düşünmektedir.

Grafik 19.a: Politika faizi beklentileri (%)

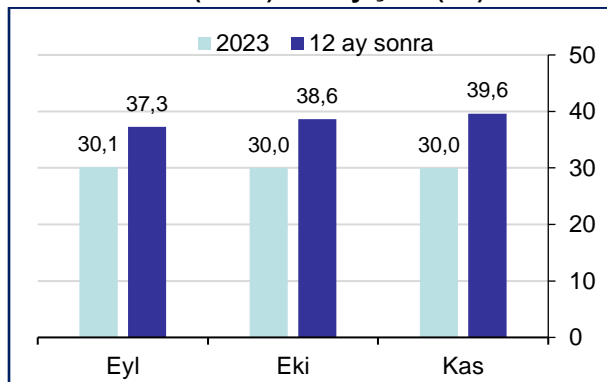


Kaynak: TCMB

Grafik 19.b: Enflasyon beklentileri (%)

Kaynak: TCMB

20. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yaklaşık yüzde 2,5'in hafif üzerinde 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, 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 de enflasyon beklentilerinin kırılması açısından oldukça önemli olacaktır.

Grafik 20: Kur (dolar) beklentileri (TL)

Kaynak: TCMB

SONUÇ

- 21.** Mevcut veriler ve parasal sıkılık çerçevesinde;
- Mevcut politikaların, gelir dağılımındaki ilave bozulma hariç, makroekonomik dengeler açısından olumlu sonuçlarının gözlenmeye başladığı,
 - Özellikle kredi faizlerinin bariz sıkılaştığı, kredilerin keskin yavaşladığı,
 - İç talebin güçlü azalış eğilimine girmiş olabileceği,
 - Dış talebin zayıf seyrettiği, buna karşın cari işlemler dengesinin, ithalat kaynaklı iyileşme sürecine girdiği,
 - Uluslararası enerji ve gıda fiyatlarında bir artış baskısı görülmediği,
 - TCMB brüt döviz varlıklarının yeterli, ancak net döviz rezervlerinin zayıf olduğu, bu çerçevede, özellikle Mayıs 2024 sonrası aşamalı bir net döviz rezervi artışı gerektiği,
 - Sürdürülebilir kur istikrarının, enflasyon eğilimi ve beklentiler açısından belirleyici olduğu, ancak kalıcı istikrar koşullarının henüz tam oluşmadığı,
 - Enflasyon eğilimindeki yavaşlamanın olumlu olduğu, ancak kalıcılığının henüz netleşmediği,
 - TCMB'nin belirgin itibar açığının devam ettiği, enflasyon beklentilerindeki kırılmanın zaman alabileceği,
 - Mevcut parasal ve iç talep koşullarında enflasyonun 2024'te yüzde 36'ya yakınsamasının mümkün olduğu; ancak özellikle kurlar, beklentiler ve katılım kaynaklı risklerin de bulunduğu,

değerlendirilmektedir.