

Aylık Ekonomik Değerlendirme

Ali Çufadar / Ekrem Cunedioğlu

Sayı: 2 | Aralık 2023

GENEL GÖRÜNÜM

Seçim sonrası gecikmeli başlayan parasal sıkılaşma, Eylül 2023'ten itibaren etkilerini göstermeye başlamıştır. Kredi ve mevduat faizleri belirgin yükselmiş, yabancı para cinsi varlıklara talep azalmaya başlamış, üretim ve iç talep zayıflama eğilimine girmiş, en zayıf ekonomik göstergelerden biri olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) net döviz varlıkları artmıştır.

Yabancı portföy girişleri artmıştır. Makroekonomik göstergelerdeki düzelme eğilimi ve hükümet yetkililerinin sıkı maliye ve para politikalarının kararlılıkla uygulanacağına ilişkin söylemleri Türkiye'nin risk primini düşürmüştür. Azalan risk primi ve Türk lirası cinsi varlıkların faizlerinin belirgin yükselmesi yabancı portföy girişlerinin artmasına neden olmuş; portföy girişleri TCMB net rezerv artışının temel kaynağı olmuştur.

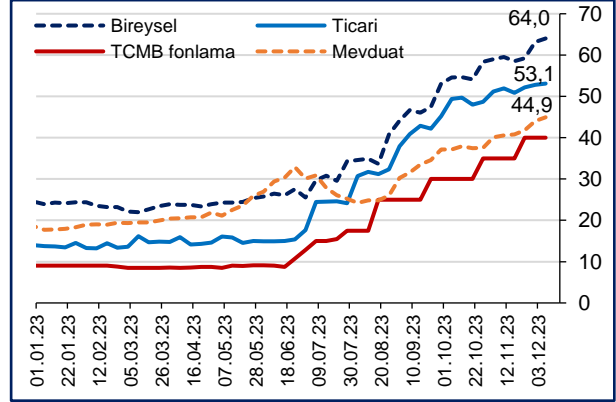
TCMB'nin kontrollü kur politikası devam etmektedir. TCMB, bir yandan döviz rezervlerini güçlendirirken, diğer yandan da kurların kontrollü bir artış eğiliminde olmasını gözetken kur politikası izlemektedir. Kurlardaki görece istikrar ve düşük artış eğilimi enflasyondaki düşüş eğilimini desteklemektedir.

Enflasyon hedeflerine ulaşma olasılığı artmaktadır. Sıkı para politikası ve kontrollü kur stratejisinin devamı enflasyon eğilimini ve beklentilerini olumlu etkilemektedir. Mevcut parasal duruşun devamı halinde, büyümenin belirgin yavaşlayacağı; ancak enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 36'ya yakınsayacağı öngörülmektedir.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Parasal koşullar sıkılaşmaya devam etmiştir. Kasım 2023'te yüzde 40'a yükseltile politik faizi, kredi ve mevduat faizlerine önemli ölçüde yansımıştır. Ortalama bireysel kredi faizleri yüzde 64 ile oldukça sıkı bir bölgeye geçmiş; ticari kredi faizleri de yüzde 53 ile belirgin sıkılaşmıştır. Kredi faizlerinin tepe noktaya yakınsadığı düşünülmekte, ilave parasal sıkılaşmanın asıl mevduat tarafında etkili olması beklenmektedir. Parasal koşullardaki sıkılaşmanın iç talep ve enflasyon üzerindeki etkilerinin artık daha çok hissedilmesi beklenmektedir.

Grafik 1: Faiz oranları (%)

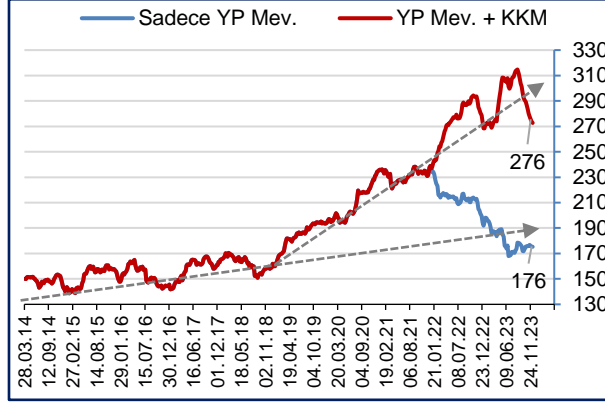


Kaynak: TCMB.

2. Yabancı para cinsinden varlıklardan çıkış devam etmektedir. Toplam dolarlaşma göstergesi olan yabancı para mevduat ve Kur Korunmalı Mevduat (KKM) toplamında Eylül 2023'te başlayan azalış eğilimi, son haftalarda hafif yavaşlansa da sürmektedir. Ancak, toplam yabancı para cinsinden mevduatlar hala 2021 düzeyinin ve 2018 öncesindeki uzun vadeli eğilimin oldukça üzerindedir. Sıkı parasal duruşun devamıyla

dolarlaşmada KKM kaynaklı düşüşün devam edeceği öngörülmektedir. KKM'nin azalış sürecinde, yabancı para mevduatların hafif artış göstermesinin makul, yatay seyirinin ise oldukça olumlu değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

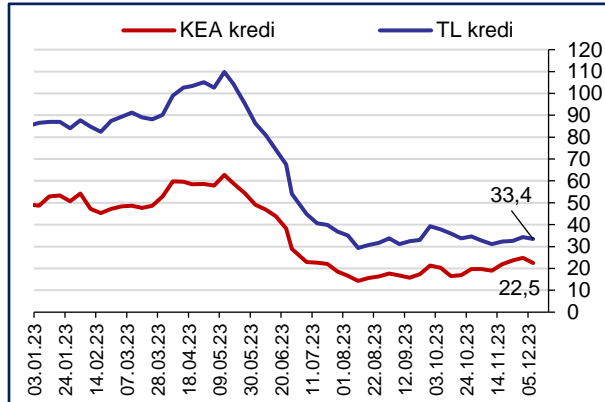
Grafik 2: Yabancı para ve KKM (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları.

3. Krediler oldukça zayıf seyretmektedir. İç talep eğilimi açısından en önemli göstergelerden olan ve son üç aylık artışların bileşik yıllıklandırılmış haliyle gösterilen kredi artışı eğilimi (ivmesi) seçimler sonrasında hem ticari hem de bireysel kredilerde oldukça yavaşlamıştır. 2024 yılsonu tüketici enflasyonu hedefi yaklaşık yüzde 35 kabul edildiğinde, yüzde 35'in belirgin altındaki kredi artışı ivmesi kredi koşullarının bariz sıkılaştığını ima etmektedir. Kredilerdeki sıkılık Aralık 2023'te de devam etmiştir.

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

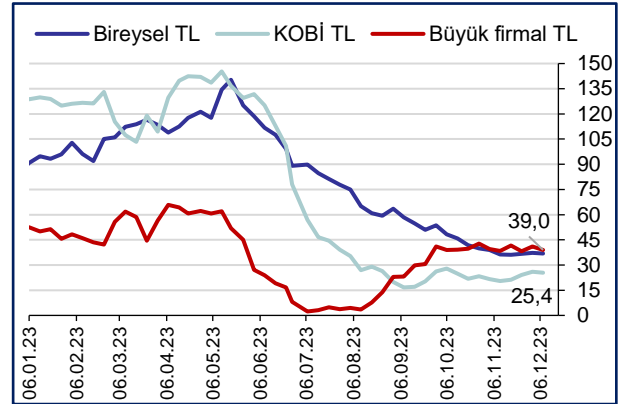


Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları.

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

Kredi ivmesindeki zayıflama KOBİ ve bireysellerde belirgindir. Daha fazla kredi faizi sıkılaştırmasının ekonomide öngörülenin üzerinde yavaşlama yaratması da olasıdır. Dolayısıyla kredi faizlerinin üst sınıra ulaşması ve bankacılık sisteminin uyguladığı “yüksek marjın” azalması halinde, mevduat tarafında ilave-sınırlı sıkılaştırma alanı olabileceği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, kredi artış hızı yorumlanırken, faiz oranlarının yüzde 50'nin üzerinde olduğu ve yüzde 50'nin çok altındaki kredi artış hızının esasında kredilerin net-fiili daralması anlamına gelebileceğinin altı çizilmelidir. Bu çerçevede, mevcut kredi gelişmeleri esnasında net kredi daralmasını ima etmektedir.

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



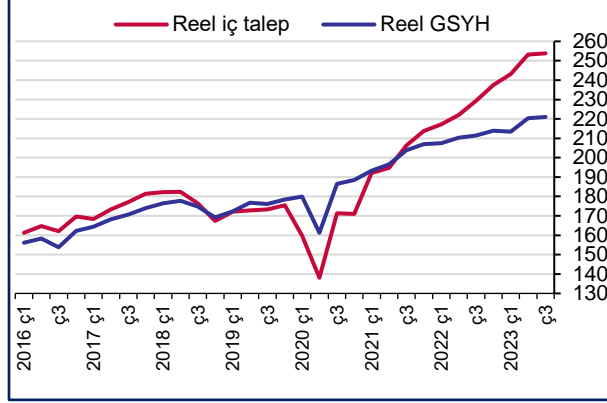
Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları.

4. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH), yılın üçüncü çeyreğinde yataya geçmiştir. Türkiye uzun süredir potansiyel üretim düzeyinin üzerinde üretmekte ve tüketmektedir. Güçlü üretim, aşırı gevşek para politikasının doğal sonucu olarak iç talepten² kaynaklanmıştır. Mevsimsel düzeltilmiş iç talep ve GSYH üçüncü çeyrekte tepe düzeylerde yataya geçmiştir. Dolayısıyla seçim sonrası sıkılaştırılan para ve maliye politikalarının henüz iç talep ve üretim üzerinde bariz sıkılaştırıcı etkisi gözlenmemiştir. Fiili parasal sıkılaştırmanın ağustos-eylül döneminde başlaması nedeniyle, talep ve üretimin dördüncü çeyrekte azalış eğilimine girmesi beklenmekle beraber öncü göstergeler yavaşlamanın dördüncü çeyrekte de beklenen

² Bu raporda, iç talebi; tüketim, yatırım ve kamu harcamalarının toplamı olarak tanımlıyoruz.

düzeylemlerden daha sınırlı olabileceğini ima etmektedir.

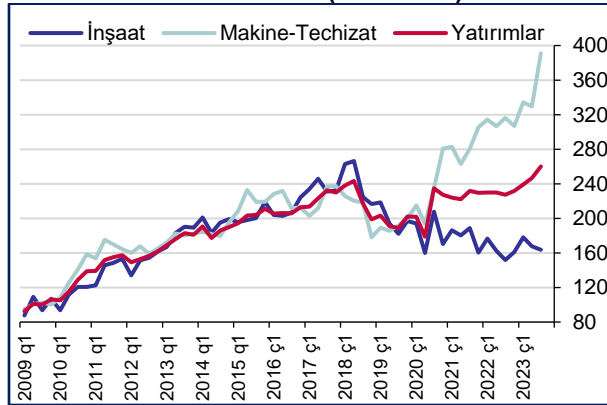
Grafik 4: Reel GSYH endeksi (MD, 2009=100)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları.

5. Yatırımlar, makine-teçhizat ağırlıklı oldukça yüksek artış seyrini sürdürmüştür. Uygulanan aşırı gevşek para politikaları birçok olumsuz yan etkiler ve kırılmalıklar yaratsa da yatırımlar son yıllarda makine-teçhizat ağırlıklı olmak üzere çarpıcı şekilde artmıştır. Böylece, Türkiye'nin üretim kapasitesi yükselmiştir. Parasal sıkılaşmaya bağlı olarak yatırımlarda belirgin ivme kaybı beklenmekle birlikte şimdiye kadar yapılan yatırımların üretimi ve ihracatı destekleyeceği, özellikle cari işlemler açığına olumlu katkı yapacağı da beklenmektedir.

Grafik 5: Yatırım endeksi (2009=100)

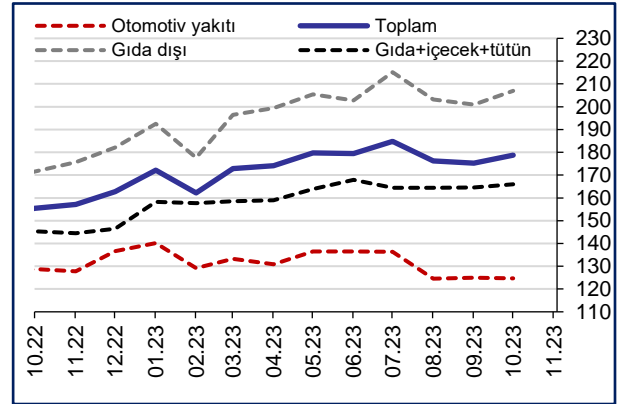


Kaynak: TÜİK.

6. İç talepte beklenen yavaşlamaya ilişkin henüz net veri yoktur. Önemli iç talep göstergelerinden perakende satış endeksi, Ağustos 2023'ten başlayarak aşamalı düşmeye başlamış; düşüş, gıda dışı ve otomotiv yakıtı alanlarında belirginleşmiştir. Nitekim, bir önceki raporumuzda

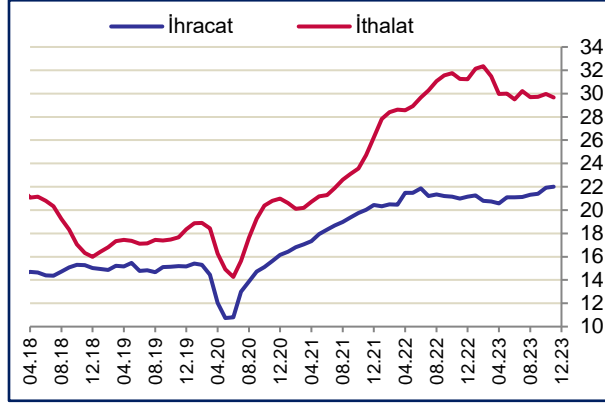
parasal koşullardaki sıkılaşmanın gecikmeli etkisiyle, gıda dışı iç talep yavaşlamasının devam edeceğinin öngörüldüğü belirtilmiştir. Ancak, ekim ayı verileri, beklenen azalış eğilimini teyit etmemiştir. Ayrıca, reel gelir kayıplarının giderilmesini de içerecek Ocak 2024 maaş zamlarının iç talebi destekleyici yanı da olacaktır. Bu çerçevede, parasal sıkılaşmanın iç talep üzerindeki etkisine ilişkin yılın son iki ayının verileri açıklandıktan sonra daha sağlıklı yorum yapılabilecektir.

Grafik 6: Perakende satış endeksi (2005=100)



Kaynak: TÜİK. Mevsimsel düzeltilmiş veriler kullanılmıştır.

7. İhracat yatay seyredirken, ithalat sınırlı gerileme eğilimini sürdürmüştür. Avrupa kaynaklı talep zayıflığı ihracatı olumsuz etkilemektedir. İhracatın yataya yakın, ithalatın ise mevsimsellikten arındırılmış olarak hafif düşüş eğilimini sürdürmesi cari işlemler açığı baskısını görece olarak azalmaktadır. Ancak, iç talebin henüz tam olarak yavaşlamamasının ithalattaki yavaşlamanın beklediğimiz düzeylerden daha az olmasına yol açığının da altı çizilmelidir.

Grafik 7.a: Aylık ihracat-ithalat (3 aylık har. ort)

Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları. Mevsimsel düzeltilmiş.

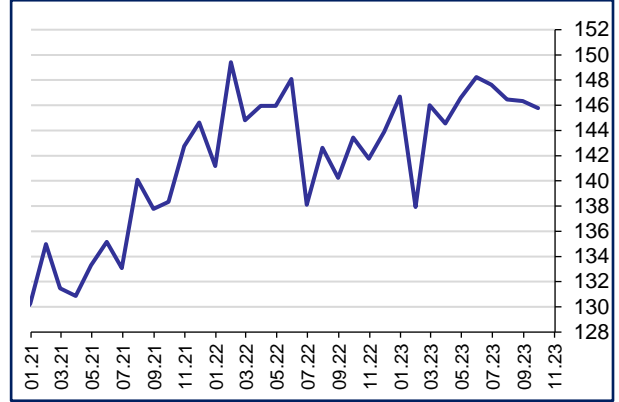
Dış ticaret haddindeki iyileşme eğilimi durmuştur. Türkiye, 2022'de görülmemiş düzeyde bir dış ticaret haddi şoku yaşamış; ithalat fiyatları, ihracat fiyatlarına göre aşırı artmıştır. Söz konusu dış ticaret haddi şokuna rağmen cari işlemler açığının sınırlı artması oldukça önemlidir. Zira aynı dönemde uygulanan genişlemeci para politikasına rağmen altın hariç cari işlemler açığı, önceki yıllara göre oldukça düşük düzeyde kalmıştır. Dış ticaret haddi ithalat fiyatlarındaki düşüşün de etkisiyle 2023'te iyileşmeye başlamış ve çok güçlü iç talebin cari işlemler açığına yansımaları frenlemiştir. Ancak, son aylarda söz konusu iyileşme durmuş ve dış ticaret haddi hafif bozulma eğilimi göstermeye başlamıştır. Bu eğilimin devamı cari işlemler açığındaki iyileşmeyi yavaşlatacak bir rol oynayabilecektir.

Grafik 7.b: Dış ticaret haddi (2015=100)

Kaynak: TÜİK.

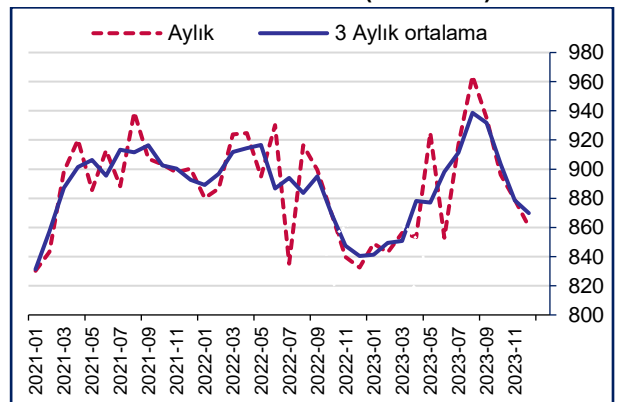
8. Sanayi üretimi zayıflama eğilimindedir. İhracattaki zayıf seyrin de etkisiyle son bir yıldır yataya yakın seyreden, ancak seçim öncesi

dönemde hafif artan sanayi üretimi, Temmuz 2023'te başlayan zayıflama eğilimini Ekim 2023'te de sürdürmüştür. İhracatın zayıf seyrine rağmen iç talepteki yavaşlamanın henüz sınırlı olması, sanayi üretiminin düşüş eğilimini sınırlamaktadır. Sanayi üretimindeki azalışın zayıf iç talebe bağlı olarak şiddetlenebileceği beklenmekle birlikte, eğilim açısından değerlendirmenin Kasım ve Aralık 2023 verileri açıklandıktan sonra yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

Grafik 8.a: Sanayi üretim endeksi (2015=100)

Kaynak: TÜİK.

Diğer yandan, elektrik tüketimi azalma eğilimi göstermektedir. Elektrik tüketimi sanayi üretimi için öncü göstergelerdendir. Ancak, sanayi üretimi ile elektrik tüketimi arasındaki ilişki zaman zaman zayıflayabilmektedir. Bu zayıflama, önemli ölçüde hava sıcaklığı gibi mevsimsel şartların yanında, yoğun elektrik tüketen ağır sanayi sektörlerinin üretim düzeyinden de kaynaklanabilmektedir. Mevcut şartlarda, mevsimsellikten arındırılmış elektrik tüketimi, sanayi üretimindeki yavaşlamanın yılın son iki ayında da devam ettiğini ima etmektedir.

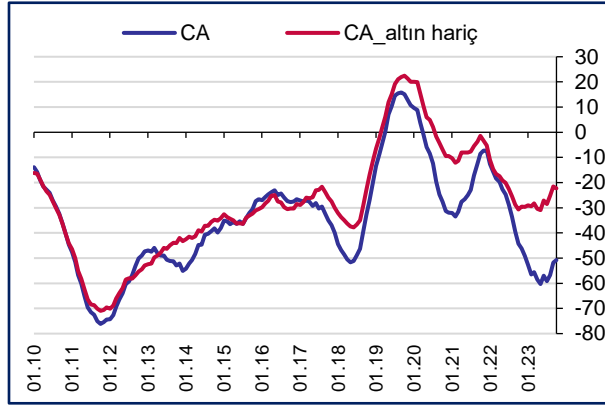
Grafik 8.b: Elektrik tüketimi (bin MWh)

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları. Mevsimsel düzeltilmiş.

9. Cari işlemler açığı düşüş eğilimindedir.

Ekonomideki kırılmalıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler dengesinde, altın ve otomobil ithalatı nedeniyle seçim öncesi dönemde kayda değer bozulma yaşanmıştır. Esasen, 2018 öncesine göre Türkiye 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 açıkta, yıllık bazda Temmuz 2023'te başlayan düşüş eğilimi Ekim 2023'te de devam etmiştir. Bu eğilimin, azalacak altın ve otomobil ithalatı nedeniyle sürmesi öngörülmektedir.

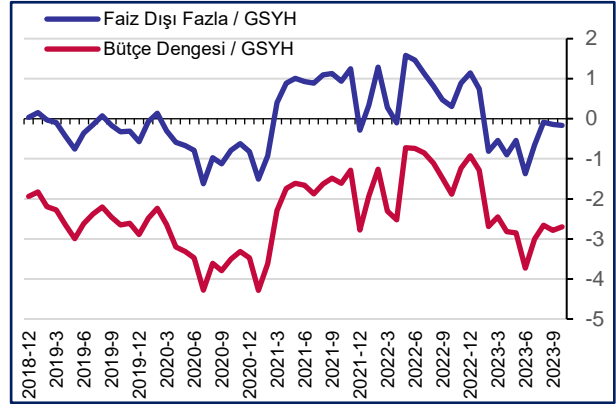
Grafik 9: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB.

10. Bütçe dengesi şimdiye kadar beklenenden olumlu seyrini sürdürmüştür. Seçim dönemi ve deprem harcamalarıyla bozulma eğilimine giren 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 olumlu seyretmiştir. Bu eğilimin devamı enflasyonun düşürülmesi ve makroekonomik dengelerin olumlu seyri açısından önemli olacaktır. Ancak, deprem kaynaklı harcamaların gelecek yıla aktarılmış olabileceği, görece güçlü iç talep ve reel sektörün yüksek karlılığının devam etmemesi ve Ocak 2024'teki ücret artışları bu olumlu eğilimin devamını zorlaştıracaktır.

Grafik 10: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları.

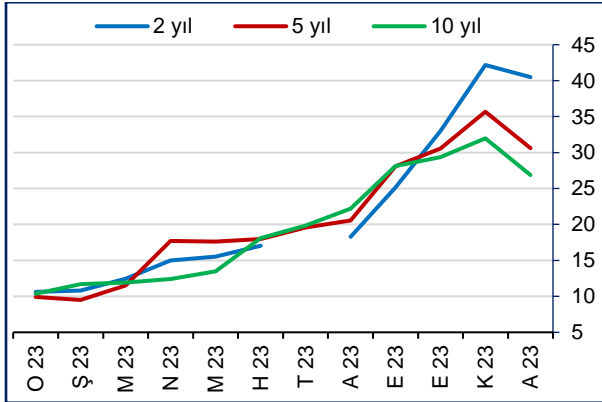
11. Ülke risk primindeki düşüş eğilimi sürmüştür.

Sürdürülemez politikalar ve belirsizlik nedeniyle seçim öncesi dönemde yükselen kredi risk primi (CDS), özel sektör ve kamu kesiminin yurtdışı borçlanmasını kısıtlamıştır. Türkiye'nin yurtdışı kaynaklara ucuza 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 CDS'teki düşüş eğiliminin sürmesi beklenmektedir. Zira, istikrara yönelik politikaların sürdürülebilirliğindeki belirsizlik dışında, Türkiye'nin **borç stoku gibi makroekonomik risk göstergeleri oldukça düşük düzeyde olup**, cari işlemler açığında da geçmişe oranla yapısal iyileşme görülmektedir. Türkiye'nin 2018 öncesi CDS ortalamasının 210 baz puan civarında olması, CDS'teki potansiyel azalış için önemli bir göstergedir.

Grafik 11: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)

Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor.

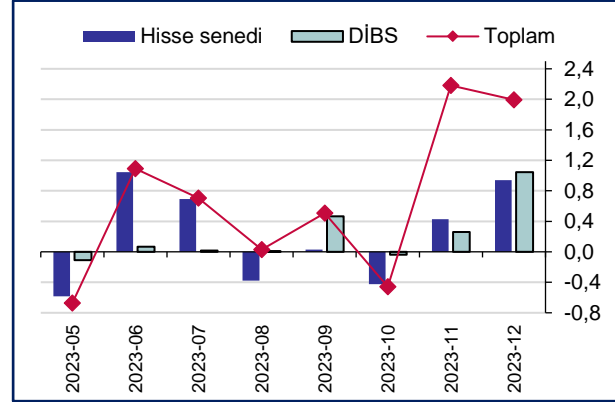
12. Yabancı portföy girişi, Hazine borçlanma faizindeki aşırı artışı frenlemiştir. Parasal sıkılaştırma ve bankaların DİBS alma zorunluluğunun gevşemesiyle Hazine borçlanma faizleri belirgin artmıştır. Ancak son dönemde borçlanma faizlerinin de tepe noktaya ulaştığı, yabancı portföy girişinin de etkisiyle özellikle uzun vadeli faizlerin kısmen azaldığı izlenmektedir. Faizler hükümet yetkililerinin enflasyonun hızla düşeceği hedef/öngörülerine göre hala yüksek reel faiz ima etmektedir. Bu dönemde Hazine'nin uzun vadeli sabit faizli borçlanmada ölçülü olması, düşük enflasyona geçiş döneminde kamunun üstleneceği yükün azaltılması açısından gerekli görülmektedir.

Grafik 12: Hazine borçlanma faizleri (%)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

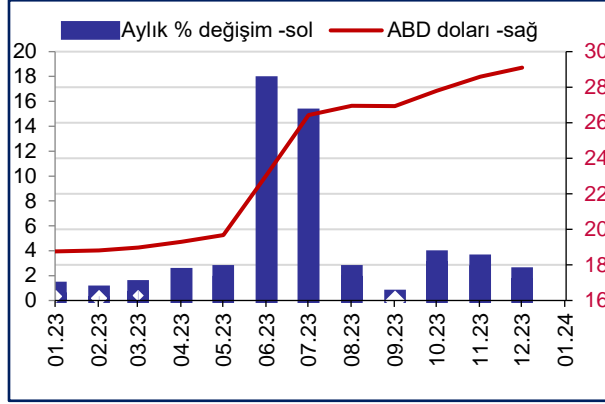
13. Yabancı portföy girişleri artmıştır. İstikrara yönelik önemli adımlar atılması ve faizlerin yükselmesiyle birlikte, yabancı portföy girişleri de artmaya başlamıştır. Nitekim kasımın ilk haftasından beri hisse senedi ve tahvil piyasalarına

yaklaşık 4 milyar ABD doları yabancı portföy girişi gerçekleşmiştir. Başta swap işlemleri ile olmak üzere para piyasalarına da önemli tutarda yabancı portföy girişi olduğu değerlendirilmekte birlikte, söz konusu girişlerin düzeyi hakkında açıklanan bir bilgi mevcut değildir. Önümüzdeki süreçte, dışsal bir şok olmadıkça, portföy girişlerinin devam etme olasılığı yüksektir.

Grafik 13: Portföy hareketleri (milyar dolar)

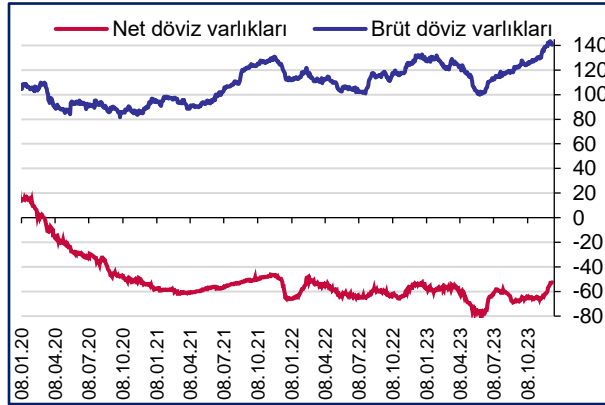
Kaynak: TCMB.

14. Yönetilen kur stratejisi çerçevesinde kurlar aylık olarak sınırlı (~yüzde 2,5) artmaktadır. TCMB, Haziran-Temmuz 2023 döneminde önemli ölçüde kendi politikalarıyla yarattığı şok kur artışları sonrasında, Ağustos 2023 itibarıyla yönetilen kur stratejisine dönüş yapmış; kurların 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 14: ABD doları kuru (TL) ve değişimi (%)

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları.

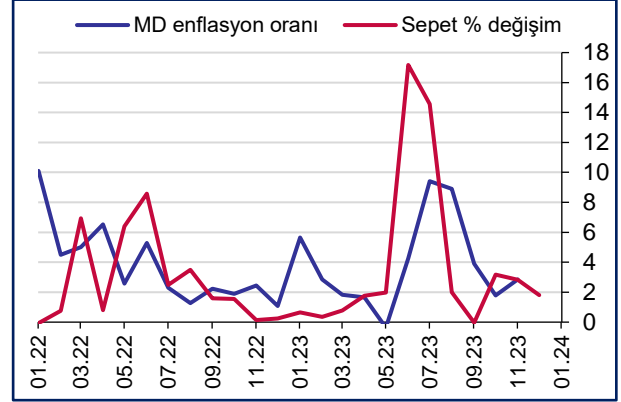
15. Güçlü parasal sıkılaşmayla birlikte son bir ayda TCMB net döviz varlıkları hızla artmıştır. Kasım 2023-Mayıs 2024 dönemi mevsimsel cari işlemler açığının yüksek olacağı bir dönemdir. Bu dönemde yaklaşık 25 milyar ABD doları cari açık olasıdır. Buna karşın, beklentimizin aksine, yabancı portföy girişlerinin artmasıyla TCMB brüt ve net döviz varlıkları belirgin artış eğilimine girmiştir. Sıkı parasal ve mali duruş devam ettikçe daha fazla portföy girişi de olası görülmektedir. Diğer yandan, portföy girişlerinin artması, TCMB likidite yönetimini zorlaştıracak bir faktör olacaktır.

Grafik 15: Brüt-net döviz varlıkları (milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB.

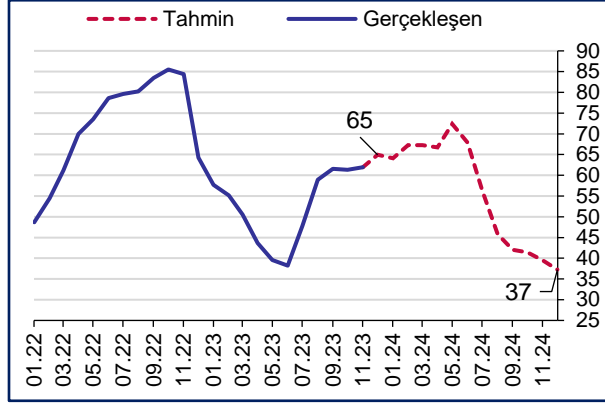
16. Enflasyon, Haziran-Ağustos 2023'teki şoktan sonraki hafif düşüş eğilimini Kasım 2023'te de sürdürmüştür. Bu eğilimde, talep azalışı ve sıkı para politikasının süreceği beklentisiyle "fiyatlamaya davranışlarının" kısmen makulleşmesi de önemli rol oynamıştır. Ancak, bu

sınırlı düşüş eğiliminde açık şekilde, yönetilen kur rejiminin etkisi olmuştur. Mevcut sınırlı/kontrollü kur artışlarının sürdürülebilirliği enflasyon dinamikleri açısından önemli olacaktır.

Grafik 16: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

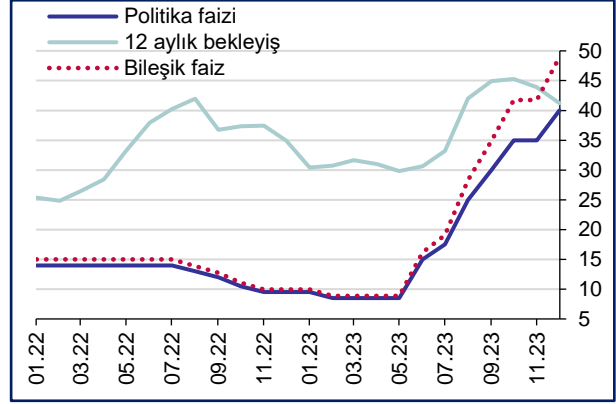
Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları.

17. TCMB'nin Kasım 2023'te politika faizini beklentilerden fazla artırması ve ilave artış yapacağını ima etmesi, enflasyonun hedeflere yakınsaması olasılığını artırmıştır. Sıkı para politikasının sürdürüleceği ve dışsal bir şok olmayacağı varsayımlarıyla, piyasa beklentileri çok daha yüksek olmasına karşın, TCMB'nin 2024 sonu için öngördüğü yaklaşık yüzde 36 enflasyon oranı makul görülmektedir. Nitekim, aylık yüzde 2,5 civarı kur artışını esas alan tahminlerimiz de TCMB tahminlerine yakındır. Ancak, TCMB'nin yüzde 36'lık enflasyon tahmininin hala çok yüksek bir oran olduğunun; bu orana ulaşmak için özellikle yerel seçim döneminde uygulanabilecek olası genişlemeci politikalar ile başta kira (yasal kısıtın kalkmasının hesaplamalara nasıl yansıtacağı net değil) olmak üzere hizmet sektörü kaynaklı önemli risklerin bulunduğu; kalıcı düşük enflasyon oranlarına yakınsanması için uzun bir süreç gerekeceğinin altı çizilmelidir. Bu çerçevede, enflasyonla asıl mücadelenin 2025'te gerçekleşeceği düşünülmektedir. Zira, enflasyonu yüzde 30'lara indirmenin nispeten kolay, ancak yüzde 20 altına düşürmenin daha zor olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 17: Baz enflasyon tahmini patikası (%)

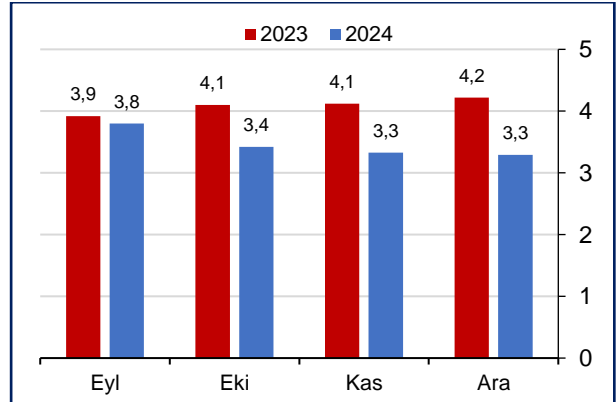
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

18. Piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri TCMB tahminlerinden oldukça yüksektir. TCMB tahminleri-hedefleri ile piyasa beklentileri arasındaki fark, TCMB'nin (tahmin) **itibar açığı** olarak adlandırılmaktadır. Son dönemde parasal koşulların bariz sıkılaşmasına karşın piyasa beklentilerinde **katılık** söz konusudur. Ancak, özellikle politika faizinin beklenenin üzerinde sıkılaştırılmaya başlanması, olumsuz beklentilerde sınırlı bir kırılmaya yol açmıştır. Böylece, 12 aylık enflasyon beklentisi yüzde 41 civarına gerilemiştir. TCMB enflasyon hedefi ile piyasaların 12 ay sonraki enflasyon beklentileri arasındaki fark kısmen azalsa da hala 5-6 puan civarındadır. Enflasyonu düşürme sürecinin ilk aşamalarında enflasyon beklentilerinin hükümet yetkililerinin tahminlerinden bir miktar yüksek kalması **beklenen** bir durumdur; çünkü geçmiş uygulamaların yarattığı güven kaybının telafisi için piyasaların "kararlılıkla" ikna edilmesi gerekecektir. Bu çerçevede, TCMB politika (**bileşik**) faizinin, piyasa enflasyon beklentilerinin üzerine çıkması TCMB kararlılığı açısından önemli bir göstergedir. Bu kararlılığın sürdürülmesi halinde, TCMB itibar açığının azalmaya devam etmesi beklenmektedir.

Grafik 18: 12 aylık enflasyon beklentisi (%)

Kaynak: TCMB.

19. Piyasa katılımcılarının 2024 büyüme tahminleri yatay seyretmektedir. Para politikasının sıkılaşması ve TCMB'nin enflasyonla mücadelede kararlılık mesajını güçlendirmesi, 2024 büyüme beklentisinin belirgin azalma eğilimine girmesine yol açmış; ortalama büyüme beklentisi yüzde 3,3 düzeyine gerilemiştir. 2024 büyümesi için piyasa beklentileri, net bir büyüme oranı vermese de TCMB'nin Enflasyon Raporu grafiklerine göre yüzde 3'ün altında olduğu düşünülen tahmininin biraz üzerinde seyretmektedir. Bizim de tahminimiz, ekonomideki yavaşlamanın belirginleşmesi ve 2024 büyümesinin **yüzde 3'ün altında** kalacağı yönündedir.

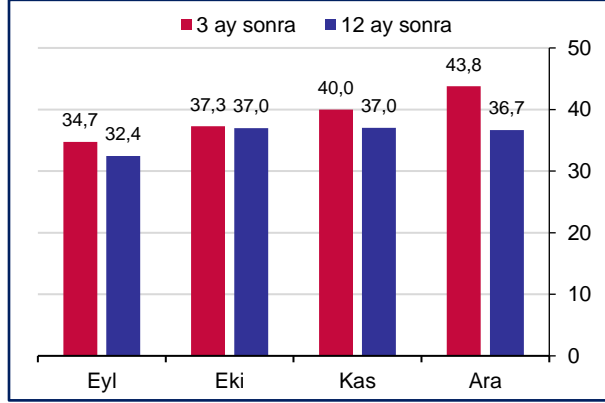
Grafik 19: 2024 yılı büyüme beklentisi (%)

Kaynak: TCMB.

20. Piyasa katılımcıları, para politikasında Aralık 2023'te 2,5, Ocak 2024'te de 1,5 puanlık ilave sıkılaşma beklemektedir. Nitekim, piyasa ekonomistleri, Ocak 2024'te politika faizinin yüzde 43,8 ile tepe yapacağını; enflasyondaki düşüş

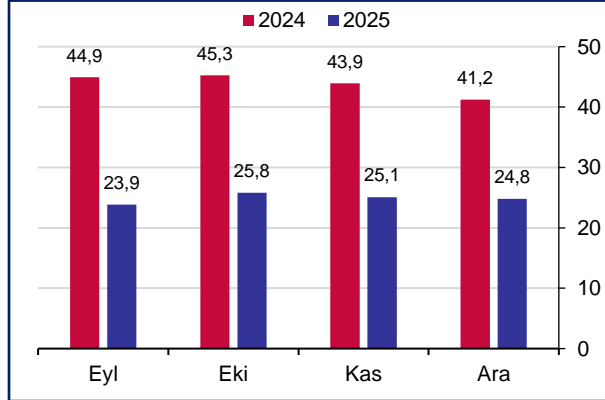
eğilimiyle uyumlu şekilde 2024 sonunda ise yüzde 37 düzeyinde olacağını öngörmektedir. Dolayısıyla piyasa katılımcıları, 2025 enflasyon beklentileri yüzde 30'un altında olmasına karşın, politika faizinin yüksek kalacağını; yani, oldukça **yüksek reel faizli** bir sürecin gerçekleşeceğini düşünmektedir.

Grafik 20.a: Politika faizi beklentileri (%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 20.b: Enflasyon beklentileri (%)

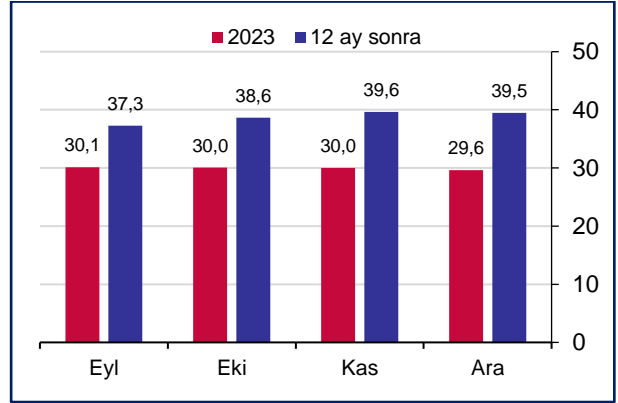


Kaynak: TCMB.

21. Piyasa katılımcıları, orta vadede, kurlarda aylık yaklaşık yüzde 2,5 artış beklemektedir. Piyasanın enflasyon tahminlerinin oluşmasında kur beklentisi önemli bir değişkendir. Normalde aylık yaklaşık yüzde 2,5 kur artışı ile TCMB enflasyon tahminlerine daha yakın enflasyon beklentisi oluşması makuldür. Mevcut veriler, piyasaların enflasyondaki katılığın 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 21: Kur (ABD doları) beklentileri (TL)



Kaynak: TCMB.

SONUÇ

- 22. Mevcut veriler ve parasal sıkılık çerçevesinde;**
- Mevcut politikaların, **gelir dağılımındaki ilave bozulma hariç**, makroekonomik dengeler açısından olumlu sonuçlarının görülmeye başladığı,
 - Özellikle kredi faizlerinin bariz sıkılaştığı, kredilerin yavaşladığı,
 - Dış talebin zayıf seyrettiği ve buna karşın cari işlemler dengesinin, ithalat azalışı kaynaklı iyileşme sürecinde olduğu,
 - TCMB net döviz rezervlerinin artmaya başladığı,
 - Sürdürülebilir kur istikrarının, enflasyon eğilimi ve beklentiler açısından belirleyici olduğu ve faiz düzeyinin kur istikrarını destekleyici seviyelere geldiği,
 - Enflasyon eğiliminde sınırlı da olsa yavaşlama olduğu; ancak bu yavaşlamanın kalıcılığının henüz netleşmediği,
 - TCMB'nin itibar açığının, kısmen azalma eğilimine girse de devam ettiği ve enflasyon beklentilerindeki kırılmanın zaman alabileceği,
 - Mevcut parasal ve iç talep koşullarında enflasyonun 2024'te yüzde 36'ya yakınsamasının mümkün olduğu; ancak yakınsama sürecinde özellikle beklentiler ve katılık kaynaklı risklerin de bulunduğu,

- i. Özetle, enflasyon açısından parasal sıkılık başta olmak üzere, son PPK toplantısında politika faizinin beklentilerden fazla artırılması ve artırılmaya az da olsa devam edileceği mesajının verilmesiyle geçen aya göre daha olumlu koşulların oluştuğu; politika faizinin de yeterli sıkılığa yakınsadığı

değerlendirilmektedir.