

GENEL GÖRÜNÜM

Yerel seçimler sonrası makro-finansal göstergeler belirgin iyileşme eğilimini sürdürmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) mart ayındaki 5 puanlık faiz artırımı ve seçim sonrası Cumhurbaşkanının sıkı politikaların kararlılıkla sürdürüleceğine ilişkin mesajları finansal piyasalardaki belirsizlik algısını önemli ölçüde azaltmış, yoğun yabancı sermaye girişlerini tetiklemiştir. Benzer şekilde yerel seçimler öncesinde döviz cinsi varlıklara geçen yerleşikler döviz varlıklarını azaltmaya başlamıştır. Bu çerçevede kurlarda istikrar beklentisi artmıştır.

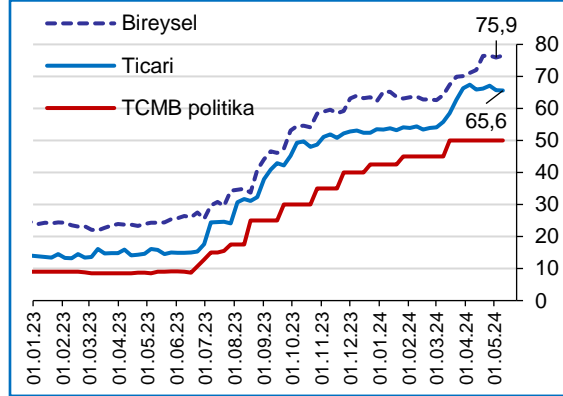
TCMB'nin sıkı parasal duruşunun bütçe disiplini ile desteklenmesi, enflasyondaki düşüş eğilimini destekleyecektir. Sıkı para politikası henüz enflasyon eğilimini belirgin yavaşlatmasa da önümüzdeki dönemde olumlu etkilerinin daha net görülmeye başlanacağı öngörülmektedir. Son dönemde alınan bütçe önlemlerinin bu süreci kısmen destekleyeceği düşünülmektedir. Ancak mevcut önlemlerin yeterli olmayacağı, yüksek bütçe açığının olumsuz etkilerinin azaltılması için ilave bütçe önlemlerinin gerekebileceği değerlendirilmektedir.

Yüksek faizler ve iyileşen makro-finansal göstergelerin yüklü sıcak para girişine yol açması muhtemeldir. Nitekim son dönemde, özellikle swap işlemleri ile yoğun yabancı sermaye girişi gözlenmektedir. Yoğun kısa vadeli portföy girişlerinin, orta vadede yaratacağı yan etkileri ve çok yüksek maliyeti dikkate alınarak, politika faizi belirli seviyelere düşene kadar sınırlandırılmasının ve net rezervlerdeki iyileşmenin başlangıçta öncelikle yerleşiklerin döviz varlıklarını azaltması ile sağlanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

- TCMB'nin kredi artış hızına ilişkin kısıtlayıcı düzenlemeleri, kredi faizlerinin çarpıcı şekilde yüksekte kalmasına yol açmaktadır.** 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 75,9, ticari kredi faizleri ise yüzde 65,6 ile aşırı yüksek düzeylere çıkmıştır. Özellikle ticari kredi faizlerinin aşırı yüksek seyri, oldukça zararlı yan etkiler yaratabilir.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)



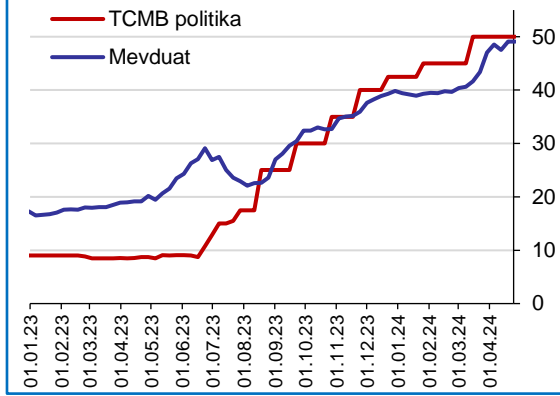
Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

- TCMB'nin yüksek faiz ve sıkı likidite politikası, mevduat faizlerini ve ters dolarlaşmayı desteklemektedir.** TCMB, son iki ayda, her ne kadar politika faizini yüzde 50 olarak belirlese de gecelik faizlerin fiilen üst fonlama sınırı olan yüzde 53'e yakın seyretmesine yönelik bir strateji izlemiş, bu strateji mevduat faizlerine olumlu yansımıştır. Ancak yoğun yabancı portföy girişlerini de tetiklemesi nedeniyle bu stratejinin devam etme

olasılığı azdır. Nitekim, son günlerde gecelik faizler yüzde 50 civarında oluşmaya başlamıştır. Diğer yandan, artırılan mevduat vergi oranlarında, önümüzdeki aylarda yeni artışlara gidilmesi de olasıdır. Bu çerçevede, Türk lirası mevduatın çekiciliğinin korunması için TCMB'nin mevduat faiz oranlarının politika faizi civarında oluşmasına yönelik bir strateji izlemesinin önemli olacağı düşünülmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

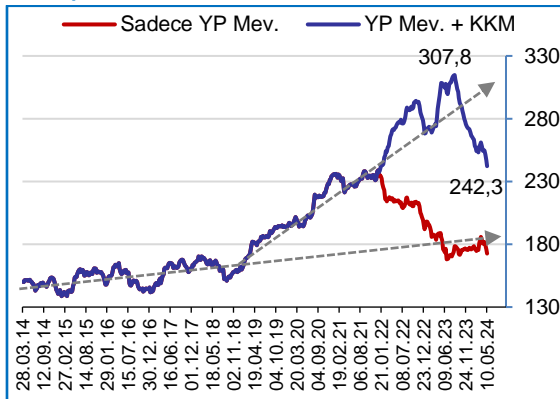


Kaynak: TCMB

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. Kur artış beklentisinin kırılmasıyla birlikte, toplam dolarlaşma göstergesi olan yabancı para mevduat ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) toplamındaki azalış eğilimi devam etmektedir. TCMB'nin KKM'nin tasfiye sürecini hızlandıracak önlemleri için koşulların uygun olduğu ve faiz indirim süreci öncesinde tasfiyeye ilişkin ilave önlemler alınmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 3: Yabancı para ve KKM (milyar dolar)

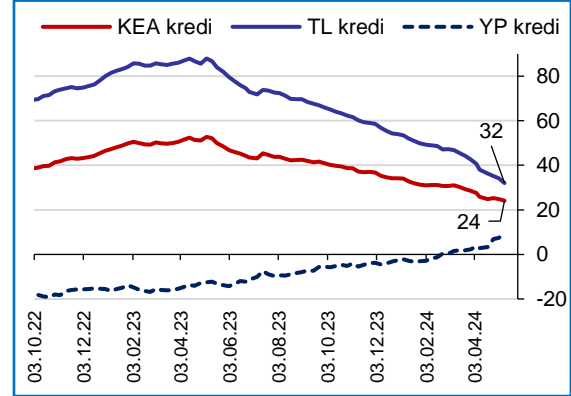


¹ KEA, kur etkisinden arındırılmış yabancı para dahil toplam kredi artış eğilimini göstermektedir.

Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

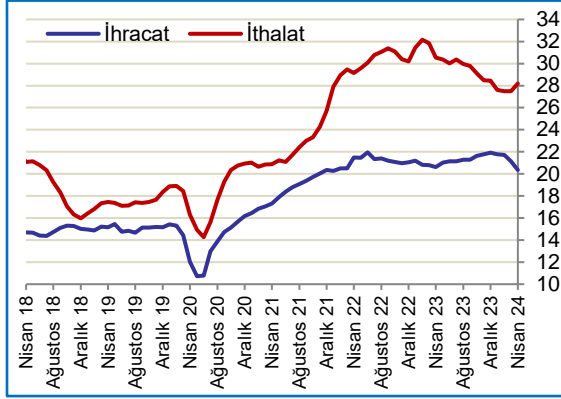
4. Kredi artış oranı belirgin yavaşlamaktadır. Bu azalışta, TCMB'nin Türk lirası cinsi kredileri doğrudan kısıtlama önlemleri ve kredi faiz oranlarının aşırı yükselmesi belirleyicidir. Diğer yandan Türk lirası kredilere getirilen kısıtlar, döviz cinsi kredilerin hızla artmaya başlamasına yol açmaktadır. Kredi artışının sert bir şekilde yavaşlaması, özellikle KOBİ'ler açısından önemli sıkıntılar yaratmakta, talebi kısmaktan ziyade üretim tarafını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle kredi kısıtlarının kredi dolarlaşması ve üretim tarafını yıpratması gibi yan etkileri göz önüne alınarak asıl sıkılaştırmanın mevduat tarafında devam etmesinin ve kredi piyasasının rekabetçi koşullarda oluşmasının daha uygun bir yöntem olacağı düşünülmektedir.

Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



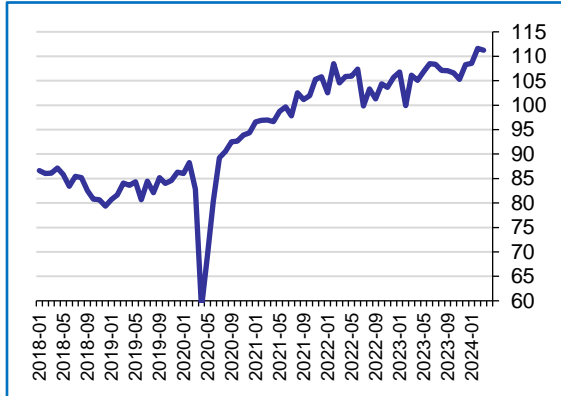
Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. 12 aylık toplam ihracat ve ithalat son üç aydır yataya yakın gerçekleşmiştir. İhracat, Türk lirasının değerlenmesinden etkilenmemiş görülmektedir. Buna karşın ithalattaki düşüş eğilimi şubattan sonra yerini durağanlığa bırakmıştır. Kısa vadede ihracatın yataya yakın seyrini, ithalatın ise mevsimsellikten arındırılmış olarak hafif düşüş eğilimini sürdürmesi ve bu durumun cari işlemler dengesine olumlu yansımaları beklenmektedir.

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

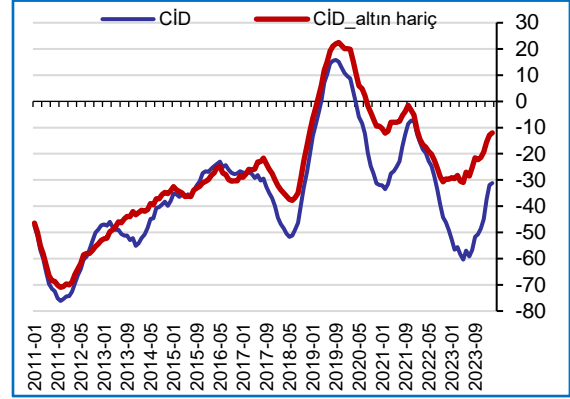
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi seçim öncesi dönemde hafif canlanmıştır. Ancak bu artışın geçici olma olasılığı mevcuttur. Sahadan aldığımız bilgiler, yerel seçimler sonrasında iç talebin belirgin azaldığına işaret etmektedir. Sıkı para politikasının daraltıcı etkilerinin önümüzdeki aylarda daha fazla hissedilmeye başlanacağı da beklenmektedir.

Grafik 6: Sanayi üretim endeksi (2015=100)

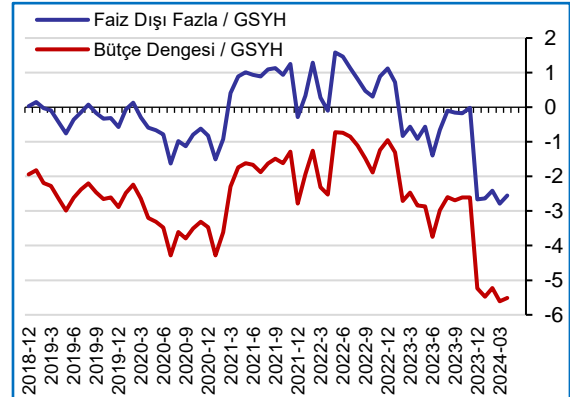
Kaynak: TÜİK

7. Cari işlemler açığı düşüş eğilimini sürdürmektedir. Ekonomideki kırılmalıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler dengesindeki gidişat olumludur. Seçim sonrası iç talebin belirgin zayıflaması ve bunun da altın hariç cari işlemler açığındaki düşüş eğilimini desteklemesi beklenmektedir. Özellikle artan reel faizler nedeniyle azalacak altın talebi sonucu toplam cari işlemler açığındaki azalışın daha belirgin olabileceği öngörülmektedir.

Grafik 7: 12-aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB

8. Bütçe açığı yüksek düzeylerde seyretmektedir. Yüksek bütçe açığı, enflasyonu düşürmek için olması gerekenden daha yüksek politika faizini gerektirmektedir. Mevcut bütçe açığı eğilimi, ekonomide beklenen yavaşlamayla birlikte GSYH'nin yüzde 6'sının üzerinde bir bütçe açığı ima etmektedir. Mayıs ayında alınan kamu harcamalarının kısılmasına yönelik önlemlerin olumlu ancak yetersiz olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, bütçe açığının GSYH'nin yüzde 5'ine yakınsaması için yakın dönemde gelir artırıcı ilave önlemler gerekeceği değerlendirilmektedir.

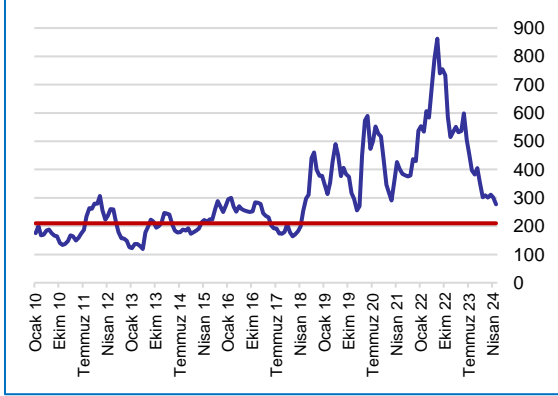
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Ocak-nisan döneminde yatay seyreden ülke risk primi, küresel risk iştahındaki artışın da etkisiyle nisanın ikinci yarısında hızlı düşüş trendine girmiştir. Sürdürülemez politikalar ve belirsizlik nedeniyle seçim öncesi dönemde yükselen kredi risk primi (CDS), özel ve kamu kesiminin yurt dışı borçlanmasını kısıtlamıştır. Politikalar makulleştikçe ve belirsizlik azaldıkça CDS düşme eğilimine

girmiş, Türkiye'nin uluslararası piyasalara erişimi kısmen kolaylaşmaya başlamıştır. Ocak-nisan döneminde ortalama 306 baz puan civarında seyreden CDS, VIX gibi göstergelerin de işaret ettiği küresel risk iştahı artışıyla 15 Mayıs itibarıyla 266 baz puanın altına inse de 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.

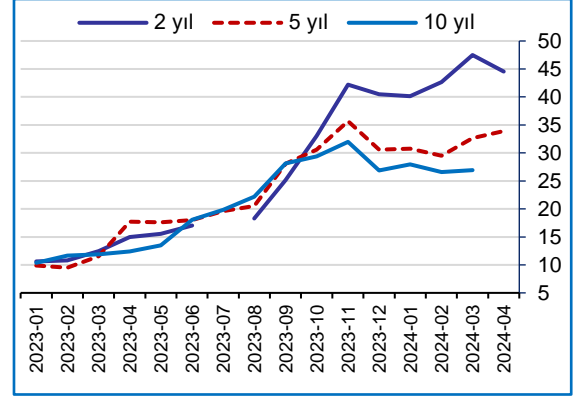
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Makro-finansal görünümdeki iyileşmeye rağmen Hazine borçlanma faizleri oldukça yüksek düzeydedir. Parasal sıkılaşma ve bankaların DİBS alma zorunluluğunun gevşemesi, bu faizlerin yüksek kalmasında etkili olmuştur. Ancak son dönemde borçlanma faizlerinin tepe noktaya ulaştığı gözlemlenmektedir. Yabancıların portföy girişlerinin çok kısa vadede yoğunlaşması ve henüz uzun vadeli işlemler için temkinli davranmaları, tahvil piyasalarında faizlerin yüksek kalmasına neden olmaktadır. Önümüzdeki dönemde, enflasyon beklentilerinin gerilemesi ve TCMB faiz indirimi beklentilerinin kuvvetlenmesiyle birlikte tahvil faiz oranlarında düşüş eğiliminin başlayabileceği düşünülmektedir.

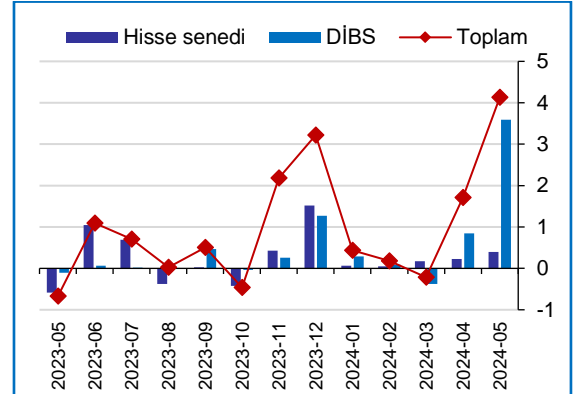
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yerel seçimler sonrası yabancı portföy girişleri hızlanmıştır. Yabancı portföy girişleri, seçimler sonrası yetkililerin sıkı politikalara devam edileceği mesajları ile belirgin artmaya başlamıştır. Nitekim yabancıların nisan-mayıs (ilk 10 günü) aylarında tahvil ve hisse senedi alımları 5,8 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Ancak asıl yabancı girişi 15 milyar ABD dolarına yaklaşan tutarla kısa vadeli swap piyasalarına yönelik gerçekleşmiştir. Daha önce bankalara getirilen swap limitleri, daha fazla kısa vadeli portföy girişini sınırlandırmaktadır. Sıkı politika duruşu sürdükçe ve dışsal bir şok olmadıkça portföy girişlerinin devam etme olasılığının yüksek olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

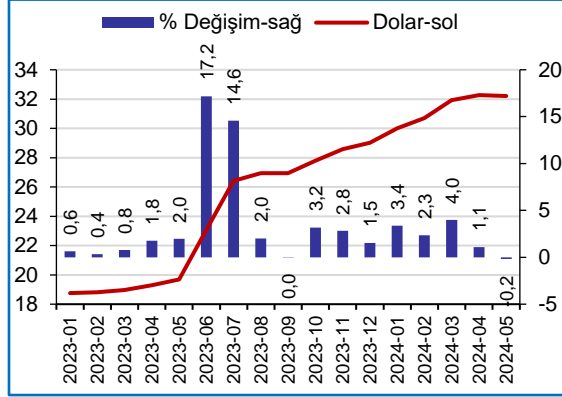


Kaynak: TCMB

12. Yönetilen kur stratejisi çerçevesinde TCMB, kurların düşüşüne izin vermemekte, artan döviz arzını sterilize etmektedir. Seçimler sonrası uygulanan sıkı politikaların devam edeceğine dair beklentiye kuvvetlenmesi, yabancı sıcak para girişinin artması, firmaların döviz kredilerine yönelmesi, yerleşiklerin döviz hesaplarını kısmen azaltmaya başlaması ve seçim öncesi sistem dışına çıkan döviz ve altınların kısmen sistem

içine dönmeye başlamasıyla döviz arzı hızla artmıştır. TCMB, güçlü döviz alımlarıyla, kurlardaki düşüşü engellemektedir. Kurların mevcut seyrinin, enflasyon eğiliminin yavaşlamasına önemli katkı sağlayacağı öngörülmektedir.

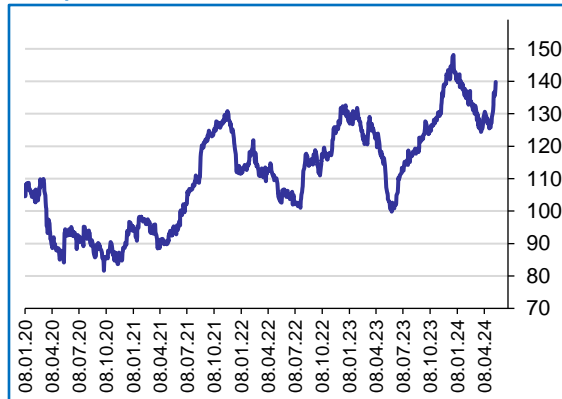
Grafik 12: ABD doları kuru (TL) ve değişimi (%)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

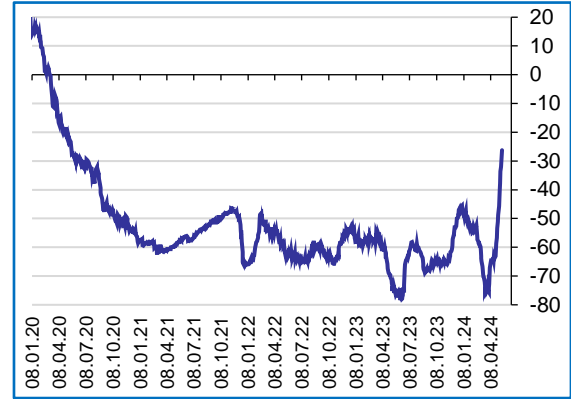
13. Bekleyişlerin iyileşmesi ve çok yüksek faizler, TCMB net döviz varlıklarının hızla artmasına yol açmaktadır. Nitekim seçim sonrası 1,5 aylık dönemde TCMB net döviz varlıklarındaki iyileşme 50 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Ekim ayına kadar cari işlemler açığının oldukça düşük olması ve hatta bazı aylarda cari fazla verilme olasılığı ile sıkı para politikasının devamı, TCMB rezervlerini olumlu etkilemeye devam edecektir. Ancak net döviz varlıklarındaki artışın önemli ölçüde çok kısa vadeli sıcak para ile oluşması konusunda TCMB'nin temkinli olması, otoritelerin swap limitlerini gevşetmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

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



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

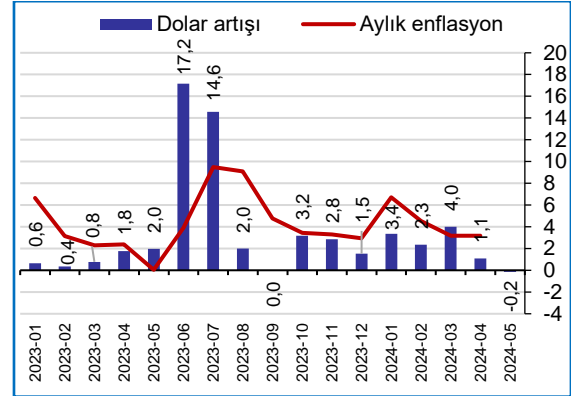
Grafik 13.b: Net döviz varlıkları (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. Enflasyon eğilimi nisan ayına kadar yüksek seyretmiştir. Ancak nisan ve mayıs aylarında kurların yatay seyri ve kur artış bekleyişlerinin kısmen kırılmaya başlaması ile özellikle yaz aylarında aylık enflasyon eğiliminde hissedilir bir yavaşlama olabileceğini değerlendiriyoruz.

Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

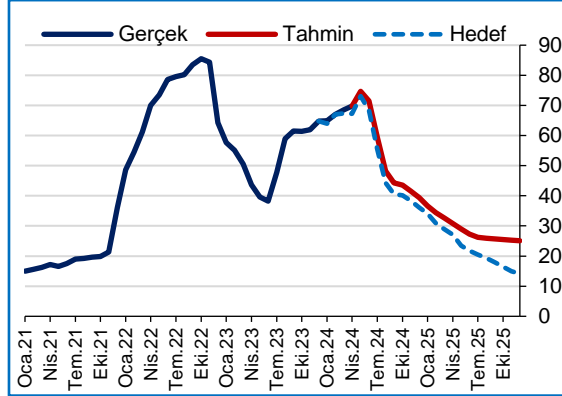


Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Enflasyonun, TCMB'nin 2024 yılı için güncellenen yüzde 38'lik tahminine yakınsama olasılığı yüksek görülmektedir. Baz senaryoda, dışsal bir şok olmaması halinde, sıkı parasal duruşun devam etmesiyle kurların yılın kalanında geçmişe göre daha istikrarlı bir seyir izleyebileceğini, iç talepteki yavaşlamanın fiyatlamaya davranışlarına kısmen olumlu yansıtacağını ve bekleyişlerdeki iyileşme olabileceğini dikkate alarak 2024 sonunda enflasyonun yüzde 40'ın altına inme olasılığının yüksek olduğunu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede tahminlerimiz, hafif üzerinde olmakla birlikte 2025 ilk yarısına kadar TCMB tahminleriyle önemli ölçüde benzerlik göstermektedir. Ancak mevcut görünümde yıllık

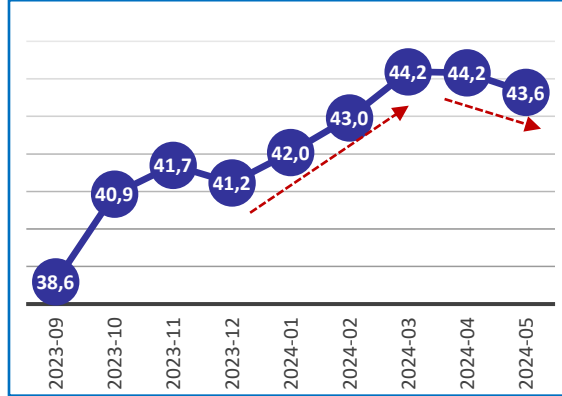
tüketici enflasyonunun orta vadede yüzde 20'nin altına düşmesinin zor olabileceğini ve bunun gerçekleşmesi için kur istikrarının yanı sıra fiyatlandırma davranışlarında ve beklentilerde önemli kırılmalar gerekeceğini düşünmekteyiz. Bununla birlikte, piyasa beklentilerinin, bu ay kısmi bir iyileşme gerçekleşse de 2024 yıl sonu için hala yüzde 40'ın belirgin üzerinde olduğunu da altı çizilmelidir.

Grafik 15.a: Enflasyon beklentileri (%)



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

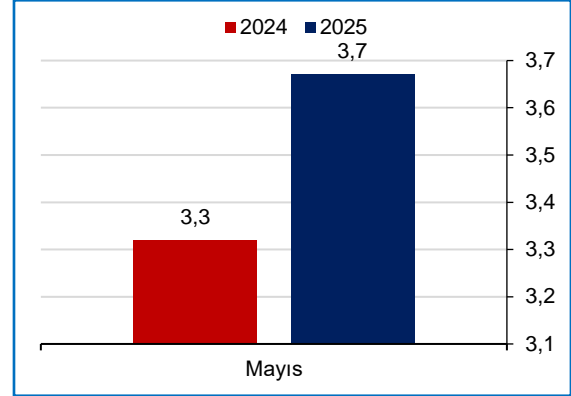
Grafik 15.b: Piyasanın 2024 yılı sonu enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

16. Piyasaların 2024 büyüme tahminleri yatay seyretmektedir. Piyasalar 2024 yılında yüzde 3,3, 2025 yılında ise yüzde 3,7 büyüme beklemektedir. İlk çeyrekteki güçlü göstergeler, 2024 yılında yüzde 3 üzeri büyüme tahminlerini desteklemektedir.

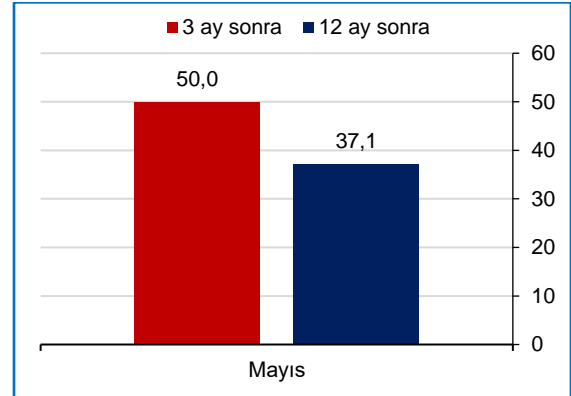
Grafik 16: 2024 yılı büyüme beklenti (%)



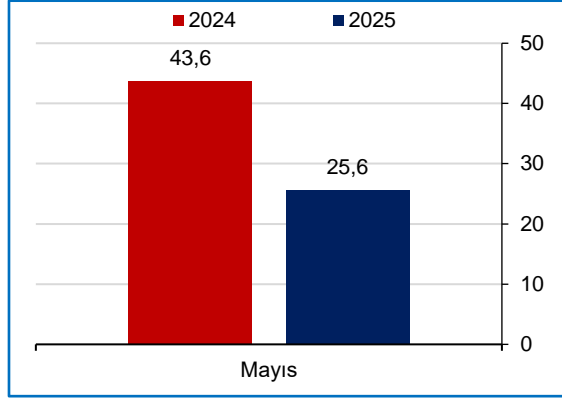
Kaynak: TCMB

17. Piyasalar TCMB'nin faiz artış sürecinin tamamlandığını öngörmektedir. Anket katılımcıları politika faizinin yüzde 50 ile tepe yaptığını ve enflasyondaki düşüş eğilimiyle uyumlu olarak 2024 yılı son çeyreğinden başlayarak düşürülmeye başlayacağını tahmin etmektedir. Ancak piyasanın enflasyon beklentilerinin TCMB öngörülerinden oldukça yüksek olduğunu altı çizilmelidir. Enflasyon eğiliminin TCMB öngörüsü ile paralel seyretmesi halinde, politika faiz indirimlerinin daha erken başlama olasılığının olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



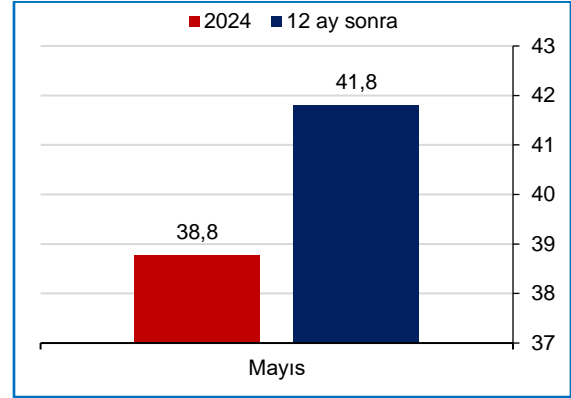
Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)

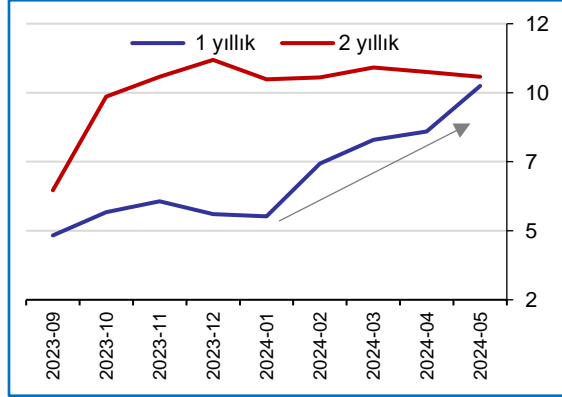
Kaynak: TCMB

TCMB'nin itibar açığı hala oldukça yüksektir. TCMB tahminleri-hedefleri ile piyasa beklentileri arasındaki fark, TCMB'nin (tahmin) itibar açığı olarak adlandırılmaktadır. Piyasalar TCMB'nin 1 ve 2 yıllık enflasyon hedeflerine göre 10 puan daha fazla enflasyon beklemektedir. Enflasyon beklentilerini hedeflere yakınlaştırmadıkça 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.

vadede TCMB enflasyon hedeflerine yakınsaması güçleşebilir.

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

Kaynak: TCMB

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

Kaynak: TCMB ve TEPAV hesaplamaları

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

Piyasanın enflasyon tahminlerinin oluşmasında kur beklenti önemli bir değişkendir. Piyasa enflasyon beklentilerinin TCMB enflasyon hedeflerinden farklılaşmasının temel nedenlerinden biri, piyasaların kur artış beklentisinin hala yüksek olmasıdır. Zira kurların piyasa beklentilerine paralel olarak aylık yüzde 2 ve üzeri artması durumunda, enflasyonun 2024 yılında yüzde 40'ın altına inmesi ve orta

SONUÇ

19. Mevcut veriler çerçevesinde;

- a. TCMB'nin mart ayında politika faizini 5 puan artırmasının ve seçim sonrası sıkı para politikasının devam edeceğine ve bütçe politikasının sıkılaştırılacağına ilişkin kararlı duruşunun makro-finansal açıdan olumlu etkilerinin gözlenmeye başladığı,
- b. Parasal sıklığın mevcut koşullarda yeterli olduğu ve olumlu etkilerinin aşamalı olarak daha belirgin hissedilmeye başlanacağı,
- c. TCMB'nin, parasal sıklığın gerektiği kadar korunacağına ilişkin mesajlarının piyasalara olumlu yansıtacağı,
- d. Ancak kredi artış oranlarına ilişkin sıkılaştırıcı kısıtların kredi piyasasında rekabeti bozduğu ve 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, döviz cinsi kredilere erişimi olanları ise yoğun şekilde döviz kredisi kullanımına teşvik ederek kredilerde dolarlaşmayı artırdığı,
- f. Bu nedenle TCMB'nin parasal aktarım mekanizmasında mevduat faizlerine odaklanarak mevduat faizlerinin yüksek tutulmasını teşvik etmesi ve kredi kısıtlarını gevşeterek kredi faizlerinin rekabetçi piyasa koşullarında oluşmasına özen göstermesinin daha uygun olacağı,
- g. Para politikası tarafındaki olumlu gelişmelere karşın bütçe giderlerini kısımaya yönelik son önlemlerin yetersiz kalacağı ve bu nedenle gelir artırıcı ilave önlemlerle sıkı para politikasının desteklenebileceği,
- h. Diğer yandan, oldukça yüksek olan faizlerin ve öngörülebilirliğin artmasının güçlü kısa vadeli yabancı sermaye girişlerine yol açtığı, bu gelişmenin para politikası esnekliğini ve etkinliğini azaltabileceği ve dolayısıyla swap limitlerinin korunarak yabancı portföy girişlerinin hisse senedi ve tahvil piyasalarına yönlendirilmesinin uygun olacağı,
- i. Parasal koşulların oldukça sıkılaşmasına karşın enflasyon beklentilerinde yeterli kırılma sağlanamadığı ve bu nedenle özellikle hanehalkı ve reel sektöre yönelik, öngörülebilirliği artıracak etkin bir iletişim politikasının zaruri olduğu,

değerlendirilmektedir.