

GENEL GÖRÜNÜM

Yerel seçimler sonrası makro-finansal göstergelerdeki belirgin iyileşme eğilimi sürmektedir. Seçim sonrası Sayın Cumhurbaşkanının sıkı politikaların sürdürüleceği yönündeki mesajları finansal piyasalardaki belirsizlik algısını önemli ölçüde azaltmıştır. Kısa dönemli kısmi dalgalanmalar olsa da yabancı sermaye girişleri sürmektedir. Yerleşiklerin yabancı para kredi talebi artarken yabancı para mevduatları azalmaktadır. Dolayısıyla döviz arzı, döviz talebini aşmakta, kurlarda aşağı yönlü baskı oluşmakta, döviz arz fazlası ise TCMB tarafından sterilize edilmektedir. Bu çerçevede kurlar istikrarlı bir seyir izlemekte, görece istikrarlı seyrin devam edeceğine ilişkin beklentiler kuvvetlenmektedir.

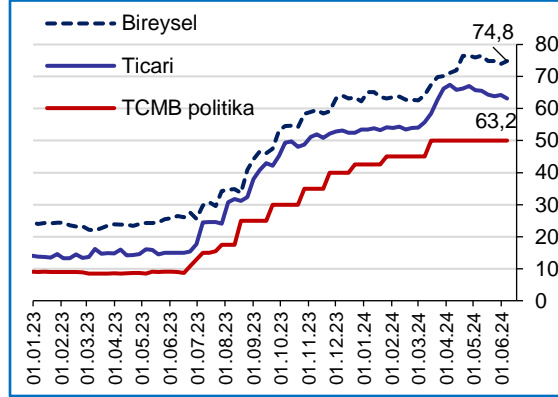
TCMB'nin sıkı parasal duruşunun bütçe disiplini ile desteklenmesi enflasyondaki düşüş eğilimini destekleyecektir. Sıkı para politikası henüz enflasyon eğilimini belirgin yavaşlatmasa da olumlu etkilerinin önümüzdeki dönemde daha net hissedileceği öngörülmektedir. Son dönemde alınan ve alınması öngörülen bütçe önlemleri, yeterli olmasa da bu süreci kısmen destekleyecektir.

Para politikasının yeterli sıklıkta olduğu, ancak enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin henüz yetersiz kaldığı izlenmektedir. Yaklaşık son üç aydaki kur istikrarı ve kısmen yavaşlayan iç talebin yaz aylarındaki enflasyon oranlarına etkisinin, beklentilerin ve politika faizinin seyrinde belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyon beklentilerine ve aylık enflasyon eğilimine bağlı olarak, eylül ayından başlayarak, TCMB'nin küçük adımlı faiz indirimlerine başlaması için gereken şartların oluşacağı düşünülmektedir.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. TCMB'nin kredi artış hızına ilişkin kısıtlayıcı düzenlemeleri kredi faizlerinin yüksek seyretmesine yol açmaktadır. TCMB, tüketici kredilerinin ve bazı istisnalarla ticari kredilerin aylık artış hızını yüzde 2 olarak sınırlandırmıştır. Bu kısıtlar sonucu bankaların kredi rekabeti azalmış, kredi faizleri aşırı yükselmiştir. Son dönemde ise kredi talebinin azalması sonucu kredi faiz oranları kısmen gerilemeye başlamıştır. Özellikle ticari kredi faizlerinin aşırı yüksek seyri, oldukça zararlı yan etkiler yaratabilecektir.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)



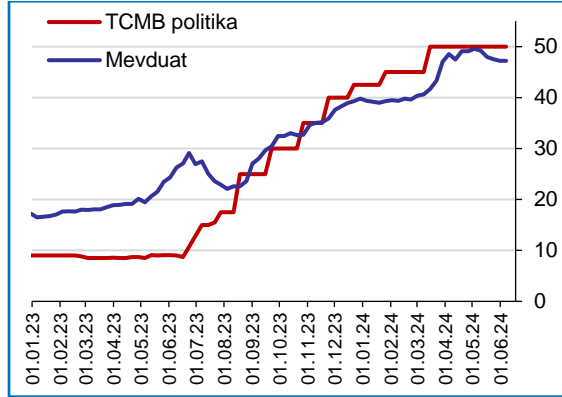
Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. TCMB'nin sıkı para politikası ters dolarlaşmayı desteklemektedir. TCMB, haziran ayına kadar politika faizini yüzde 50 olarak belirlese de genelde gecelik faizlerin fiilen üst fonlama sınırı olan yüzde 53'e yakın seyretmesine yönelik bir strateji izlemiştir. Ancak son dönemde, gecelik faizler yüzde 50 civarında oluşmaya başlamış, bu da mevduat faizlerinde kısmi gerilemeye yol açmıştır. Diğer yandan, artırılan mevduat vergi oranlarının önümüzdeki aylarda daha da artırılması olasıdır. Bu çerçevede Türk lirası mevduatın çekiciliğini korumak üzere TCMB'nin mevduat faiz oranlarının politika faizi civarında

oluşmasına yönelik bir strateji izlemesi önemli olacaktır.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

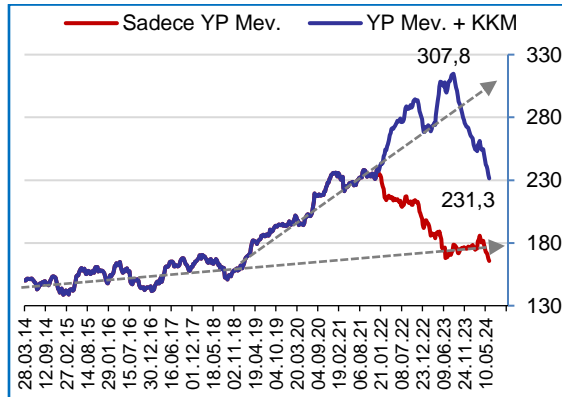


Kaynak: TCMB

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

3. Yabancı para cinsinden mevduatlardaki azalış sürmektedir. Kur artış beklentisinin kırılmasıyla birlikte, toplam dolarlaşma göstergesi olan yabancı para mevduat ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) toplamındaki azalış eğilimi devam etmektedir. Haziran ayı sonunda ticari müşterilere tanınan vergi avantajlarının sona ermesiyle KKM hesaplarındaki çözümlenin hızlanacağı, tasfiye sürecinin hızlanması amacıyla da TCMB'nin gerektiğinde ilave önlemler almasının uygun olacağı düşünülmektedir. Zira söz konusu hesapların döviz arzının yüksek olduğu yaz aylarında önemli ölçüde tasfiye edilmesi, daha sonraki dönemlerde TCMB'nin para-kur politikası esnekliğini artıracaktır.

Grafik 3: Yabancı para ve KKM (milyar dolar)

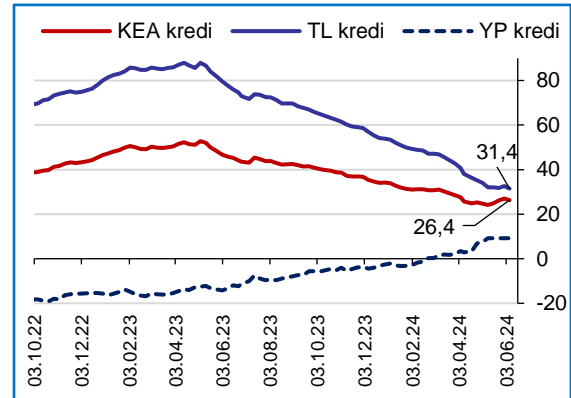


Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

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 artmasına yol açmıştır. Bu nedenle TCMB, yabancı para cinsi kredilere de aylık yüzde 2'lik artış sınırı getirmiştir. Kredi artışının sert bir şekilde yavaşlaması, özellikle KOBİ'ler açısından sıkıntı yaratmakta, talebi kısmaktan ziyade üretim tarafını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle Türk lirası kredi kısıtlarının üretim tarafını yıpratması gibi yan etkileri göz önüne alınarak Türk lirası kredi piyasasının rekabetçi koşullarda oluşmasının daha uygun bir strateji olacağı düşünülmektedir.

Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)

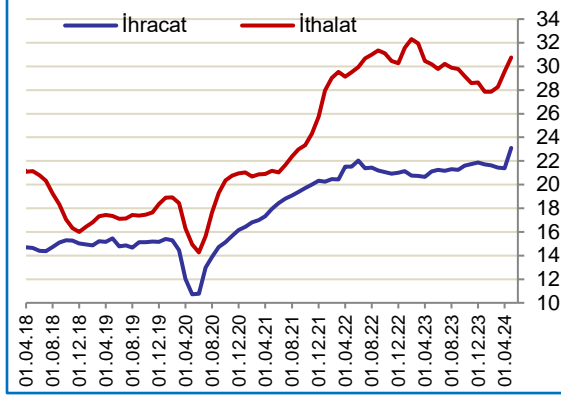


Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. İhracat yataya yakın ve ithalat ise hafif düşüş eğilimini sürdürmektedir.

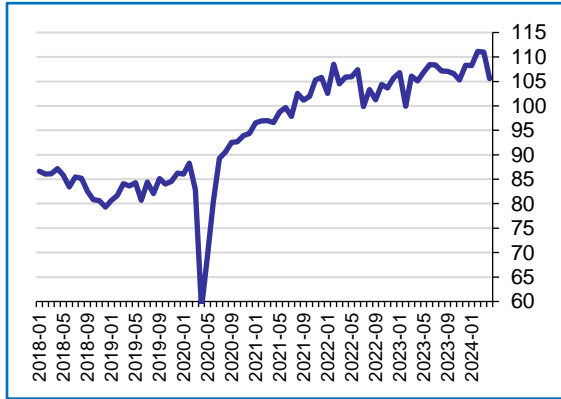
Türk lirasının değerlenmesinden ihracatın etkilenmediği, ithalattaki düşüş eğiliminin ise son iki aydır durduğu görülmektedir. Mayıs ayında ithalat ve ihracattaki artışın geçici olabileceği düşünülmekte, kısa vadede ihracatın yataya yakın seyrini, ithalatın ise mevsimsellikten arındırılmış olarak hafif düşüş eğilimini sürdürmesi ve bu durumun cari işlemler dengesine olumlu yansımaları beklenmektedir.

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

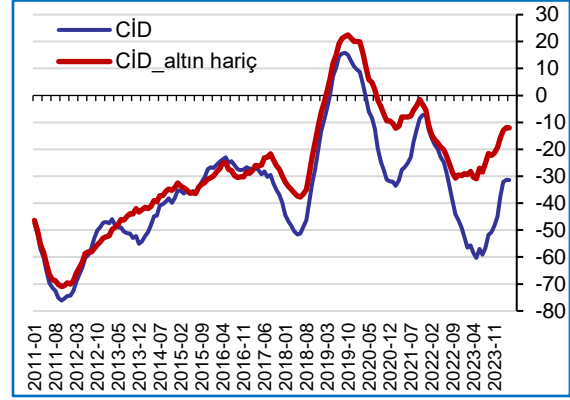
6. Seçim öncesi dönemde hafif canlanan sanayi üretimi, seçim sonrası azalma eğilimine girmiştir. Ancak bu azalışı nisan ayındaki bayram tatili şiddetlendirmiş görülmektedir. Sahadan aldığımız bilgiler, seçim sonrasında iç talebin belirgin azaldığına işaret etmektedir. Ayrıca, sıkı para politikasının daraltıcı etkilerinin önümüzdeki aylarda daha fazla hissedilmeye başlayacağı beklenmektedir. Bu çerçevede bayram tatili etkileri geçince kısmi toparlanma olsa da sanayi üretimindeki zayıflığın devam etme olasılığı yüksek görülmektedir.

Grafik 6: Sanayi üretim endeksi (2015=100, mevsimsellikten arındırılmış)

Kaynak: TÜİK

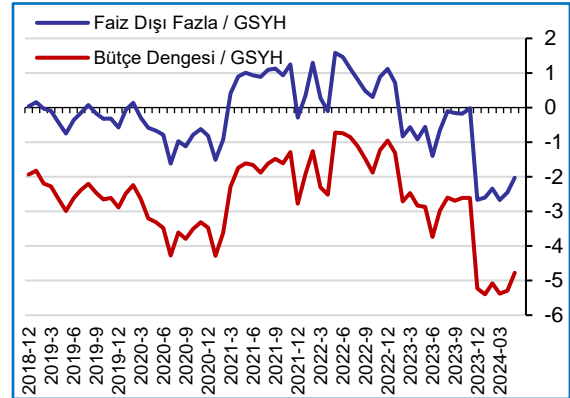
7. Cari işlemler açığındaki düşüş eğilimi sürmektedir. Ekonomideki kırılanlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler dengesindeki gidişat olumludur. İç talebin belirgin zayıflaması ve bunun da altın hariç cari işlemler açığındaki düşüş eğilimini sınırlı da olsa desteklemesi beklenmektedir. Özellikle artan reel faizler nedeniyle azalacak altın talebi sonucu toplam cari işlemler

açığındaki azalışın da bir süre daha devam edebileceği düşünülmektedir.

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 ve son dönemde alınan bütçe önlemleri birlikte değerlendirildiğinde, bütçe açığının Orta Vadeli Program öngörülerinin altında kalması için ilave önlemler gerekeceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, yakın zamanda Meclise sunulacak gelir artırıcı düzenlemeler, bütçe disiplini açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir.

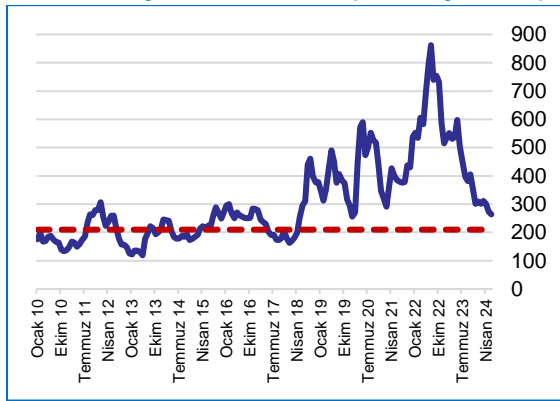
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Nisan sonrasında azalma eğilimine başlayan ülke risk primi, son bir aydır yataya yakın seyretmektedir. 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 kolaylaşmaya başlamıştır. Ocak-nisan döneminde ortalama 306 baz puan civarında seyreden CDS, 20 Mayıs itibarıyla 260 baz puana inse de son bir aydır bu düzeyde yataya yakın bir seyir izlemiştir. 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.)

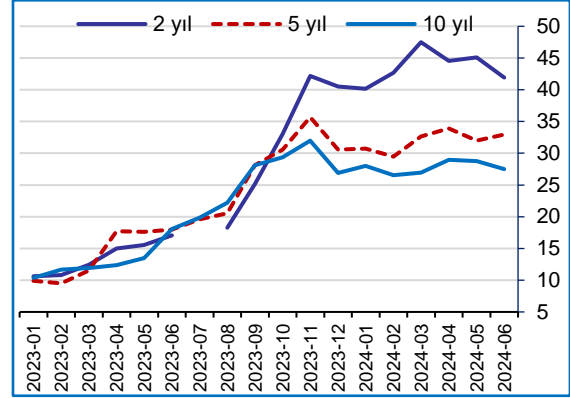


Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Makro-finansal görünümdeki iyileşmeye rağmen Hazine borçlanma faizleri oldukça yüksek düzeydedir.

Parasal sıkılaştırma 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 (%)

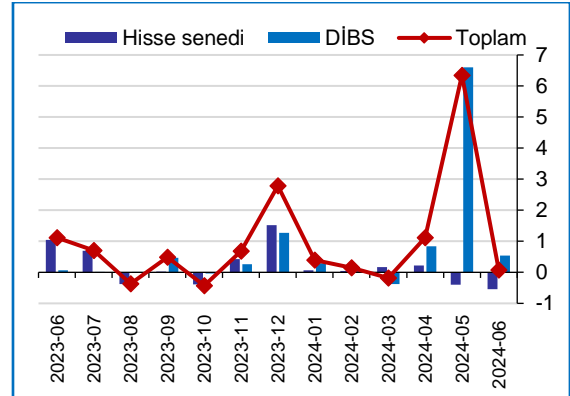


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

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-haziran (ilk 7 günü) döneminde tamamına yakını tahvil olmak üzere, tahvil ve hisse senedi alımları 7,6 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Ancak asıl yabancı girişi 20 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)



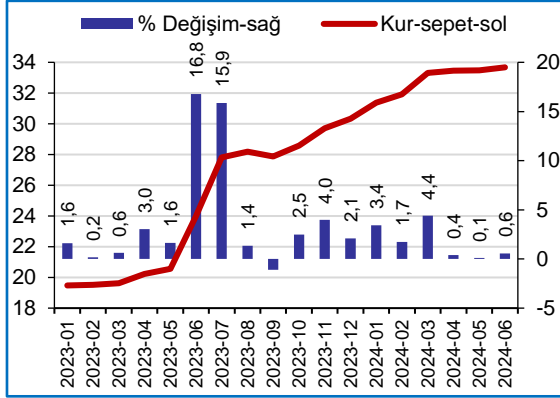
Kaynak: TCMB

12. Yönetilen kur stratejisi çerçevesinde TCMB, kurların düşüşüne izin vermemekte, artan döviz arzını sterilize etmektedir.

Seçimler sonrası, uygulanan sıkı politikaların devam edeceğine dair beklentilerin 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.

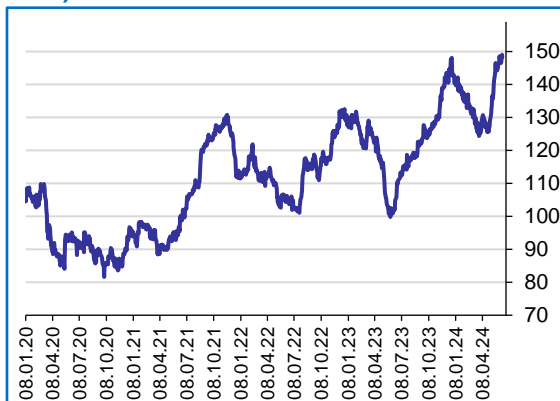
Grafik 12: Sepet kur (TL) ve değişimi (%)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

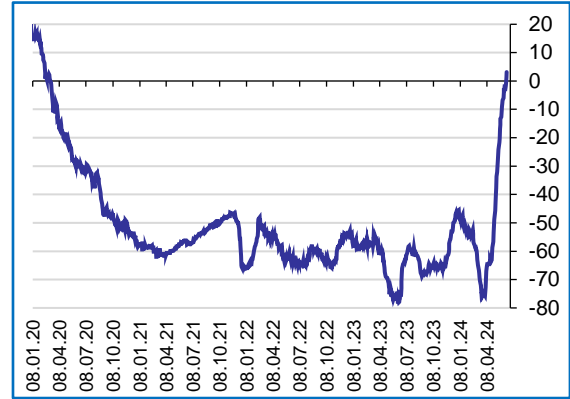
13. Bekleyişlerin iyileşmesi ve çok yüksek faizler TCMB net döviz varlıklarının hızla artmasına yol açmaktadır. Nitekim, seçim sonrası 2,5 aylık dönemde TCMB net döviz varlıklarındaki iyileşme 78 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Ekim ayına kadar cari işlemler açığının oldukça düşük olması ve sıkı 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

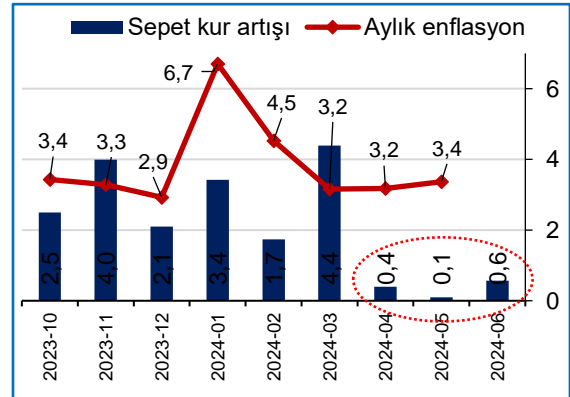
Grafik 13.b: Net döviz varlıkları (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. Enflasyon eğilimi nisan ayına kadar yüksek seyretmiştir. Ancak, nisan-haziran döneminde kurların yatay seyri ve kur artış beklentilerinin kısmen kırılmaya başlaması ile özellikle yaz aylarında aylık enflasyon eğiliminde hissedilir bir yavaşlama olabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

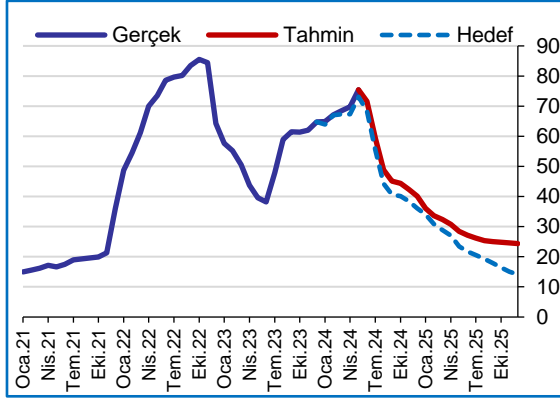


Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Enflasyonun, TCMB'nin 2024 yılı için güncellenen yüzde 38'lik tahmine 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 beklentilerdeki iyileşme olabileceğini dikkate alarak 2024 sonunda enflasyonun yüzde 40'ın altına inme olasılığı olduğunu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede tahminlerimiz, hafif üzerinde olmakla birlikte 2025 ilk yarısına kadar TCMB tahminleriyle önemli ölçüde benzerlik göstermektedir. Ancak mevcut görünümde yıllık

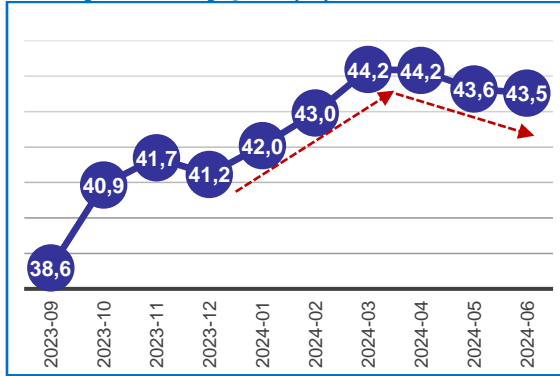
tüketici enflasyonunun orta vadede yüzde 20'nin altına düşmesinin zor olabileceğini ve bunun gerçekleşmesi için kur istikrarının yanı sıra fiyatlandırma davranışlarında ve beklentilerde önemli kırılmalar gerekeceğini düşünmekteyiz. Bununla birlikte, 2024 yıl sonu için piyasa beklentilerinin hala yüzde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

Grafik 15.a: Enflasyon beklentileri (%)



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

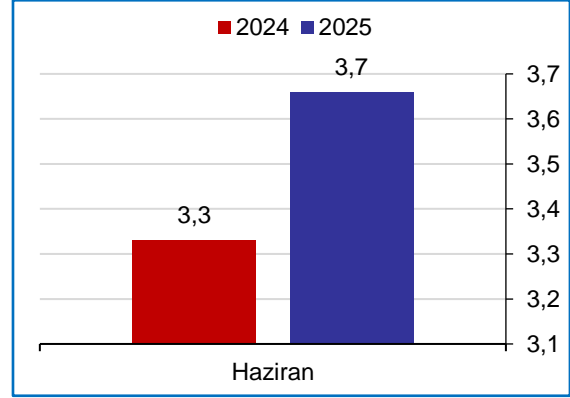
Grafik 15.b: Piyasanın 2024 yılı sonu enflasyon beklentileri (%)



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.

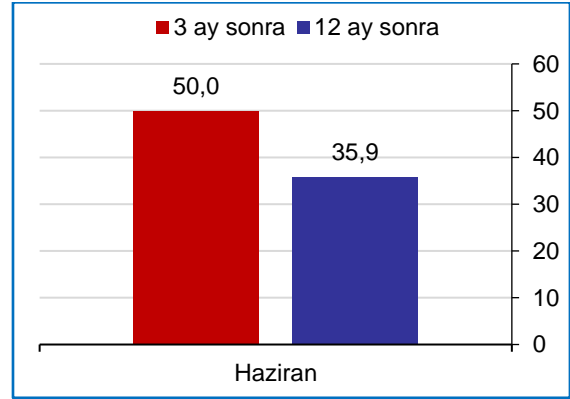
Grafik 16: 2024 yılı büyüme beklenti (%)



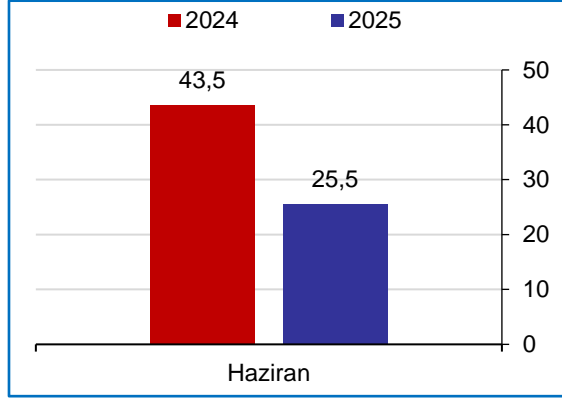
Kaynak: TCMB

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 öngörülerine paralel seyretmesi halinde, politika faiz indirimlerinin daha erken başlama olasılığının olduğunu düşünürüz.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



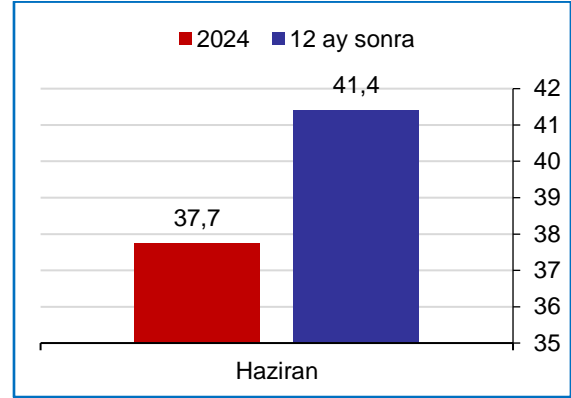
Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)

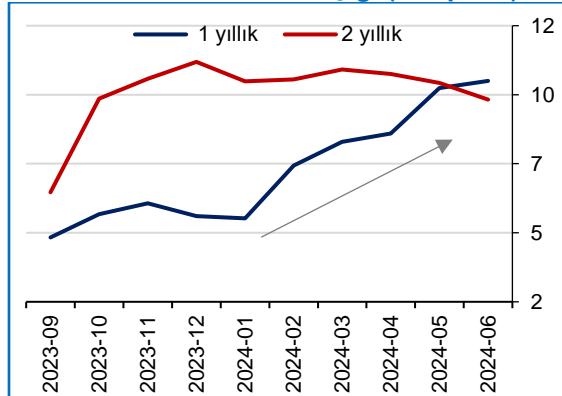
Kaynak: TCMB

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.

TCMB'nin 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 artış beklemektedir.

Piyasanın enflasyon tahminlerinin oluşmasında kur beklentisi 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 artması durumunda, enflasyonun 2024 yılında yüzde 40'ın altına inmesi ve orta vadede

SONUÇ

19. Mevcut veriler çerçevesinde;

- a. Sıkı para politikasının ve alınan bütçe önlemlerinin makro-finansal göstergelerdeki olumlu gidişatı desteklemeye devam ettiği,
- b. Parasal sıklılığın yeterli olduğu, olumlu etkilerinin yaz aylarından başlayarak daha belirgin hissedilmeye başlanacağı,
- c. TCMB'nin, parasal sıklılığın gerektiği kadar korunacağına 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, ancak yabancı para kredilere getirilen kısıtların kredilerdeki dolarlaşmayı sınırlaması nedeniyle olumlu olduğu,
- f. Bu nedenle TCMB'nin parasal aktarım mekanizmasında ticari krediler yerine mevduat faizlerine odaklanarak mevduat faizlerinin yüksek tutulmasını teşvik etmesinin sağlıklı olacağı,
- g. Buna karşın kredi kısıtlarını gevşeterek kredi faizlerinin rekabetçi piyasa koşullarında oluşmasına özen göstermesinin uygun olacağı,
- h. Bütçe açığı oldukça yüksek düzeylerde seyretmekle birlikte, son dönemde alınan ve alınacağı öngörülen harcama azaltıcı ve gelir artırıcı bütçe önlemlerinin para politikasını kısmen destekleyeceği,
- i. Para politikasının esnekliğini ve etkinliğini korumak amacıyla yabancı kuruluşlarla yapılan swap limitlerinin korunarak yabancı portföy girişlerinin hisse senedi ve tahvil piyasalarına yönlendirilmesinin uygun olacağı,
- j. Parasal koşulların oldukça sıkılaşmasına karşın enflasyon beklentilerinde yeterli kısıtlamanın henüz sağlanmadığı ve bu çerçevede, yaz aylarındaki aylık enflasyon eğiliminin önemli olduğu,
- k. Dışsal bir şok olmaması halinde, yaz aylarındaki aylık enflasyon eğilimleri ve beklentilerdeki gelişmelere bağlı olarak, TCMB'nin politika faizini sınırlı ve aşamalı indirmeye başlaması için koşulların eylül ayından itibaren uygun hale gelebileceği,

değerlendirilmektedir.