

Ocak 2024

H. Erkin Işık, CFA
+(90) 212 318 5096
hasanerk.in.isik@qnbfinansbank.com

Deniz Çiçek
+(90) 212 318 5086
deniz.cicek@qnbfinansbank.com

Kaan Özçelikkale
+(90) 212 318 5087
kaan.ozcelikkale@qnbfinansbank.com

- 2023 sonu itibarıyla büyüme göstergelerinin genel seyri ve makroekonomik politikaların genel görünümü henüz TCMB'nin çıktığı açığı projeksiyonun işaret ettiği derecede belirgin bir yavaşlamaya işaret etmemektedir. 2023 yılında %4.5 olduğunu tahmin ettiğimiz GSYH büyümesinin, bu sene sınırlı bir yavaşlamayla %3.5 olmasını bekliyoruz.
- Kısa vadede baz etkisiyle yükselecek yıllık tüketici enflasyonunun, 2024'ün ikinci yarısında gerileyerek %45 seviyelerine gelmesini bekliyoruz. TCMB Enflasyon Raporu'nda TÜFE enflasyonunu 2024 için %36 tahmin etmişti. Bu orana ulaşmak için bizim tahminimizden daha yavaş büyüme ve ödemeler dengesinde daha belirgin bir dengelenme olması gerekecektir. Aksi takdirde, yüksek enflasyon eğilimi ve devam eden geçmiş enflasyona endeksleme davranışıyla beraber enflasyonda yukarı yönlü riskler de sürecektir.
- Aylık olarak açıklanan dış borç ödeme projeksiyonlarından ve bizim cari denge tahminlerimizden, gelecek dönemdeki dış finansman ihtiyacını hesaplıyoruz. Aylık dış finansman açığı önümüzdeki yılın ilk yarısında ortalama 9 milyar dolar ile yüksek seyredecektir. Son durumda 117.2 milyar dolar olan yurtdışı swaplar hariç brüt döviz rezervinin, uluslararası normlara göre yeterli olarak görülen seviyeler olan 180-200 milyar dolara doğru yükselmeye devam etmesi için, sermaye girişleri ve yurtiçinde liralasma eğiliminin devam etmesi gerekecektir.
- 2023'ün son haftalarında kur korumalı mevduattaki düşüş hızının yavaşlamasının, iffa tutarlarının dönemsel olarak azalması ile ilgili olduğunu düşünüyoruz. KKM yenileme oranının ise %80 civarında istikrarlı bir seyrde devam ettiğini hesaplıyoruz. Biraz daha temkinli bir tahminle, önümüzdeki sene boyunca %90 civarında bir yenileme oranı gerçekleşirse, 2024 sonunda KKM tutarının 65 milyar dolar civarına gerileyeceğini tahmin ediyoruz.
- Parasal sıkılaşma sürecinde, politika faizini %8.5'ten kademeli olarak %42.5 seviyesine kadar yükselten TCMB, son PPK toplantısında parasal sıkılaştırma adımlarının en kısa zamanda tamamlanacağı belirtti. Bu doğrultuda, Ocak 2024'teki toplantıda politika faizinin son kez 250 baz puan artırılacağını ve 2024'in son çeyreğine kadar sabit tutulacağını tahmin ediyoruz. Ancak TCMB ile daha uyumlu büyüme ve enflasyon tahminleri için daha fazla parasal sıkılaşmaya ihtiyaç olabilir.

Makroekonomik Büyüklükler ve Tahminler

	2021	2022	2023	2024
GSYH Büyümesi, %	11.4%	5.5%	4.5%	3.5%
TÜFE, yıl sonu	36.1%	64.3%	64.8%	45.0%
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi	-2.6%	-0.9%	-3.5%	-5.7%
AB tanımlı kamu borcu (% GSYH)	41.8%	31.7%	32.7%	37.2%
Cari işlemler dengesi (% GSYH)	-0.9%	-5.4%	-4.1%	-3.0%
USD/TL, yıl sonu	13.30	18.69	29.48	41.06
TCMB politika faizi, % yıl sonu	14.0%	9.0%	42.5%	37.5%

2024 yılı başlarken...

2023 yılının ilk yarısı, genişlemeci politikaların etkisi ile iç talebin hızlandığı ve bunun etkisiyle enflasyon ve dış dengenin belirgin olarak bozulduğu bir dönem oldu. İkinci yarıda ise ekonomi politikaları başta daha yavaş ancak sonrasında hızlanan bir şekilde değişti. Bu politika değişiminin makro dengeler üzerindeki olumlu etkilerini 2024 yılı içerisinde gözlemleyeceğiz. Ancak dönüşümün hızı halen önemli ölçüde belirsizlik ve riskler içermektedir. Bu yüzden yıl içerisinde de politikaların nasıl şekilleneceği önemli olmaya devam edecektir.

Biz de yıla başlarken, bu senenin önemli soruları hakkında ne düşündüğümüzü toplu halde özetledik. İlerleyen dönemde güncel verilere göre analiz ve tahminlerimizde yapacağımız revizyonlara periyodik yayınlarımızı takip ederek erişebilirsiniz.

Büyüme ne kadar yavaşlayacak?

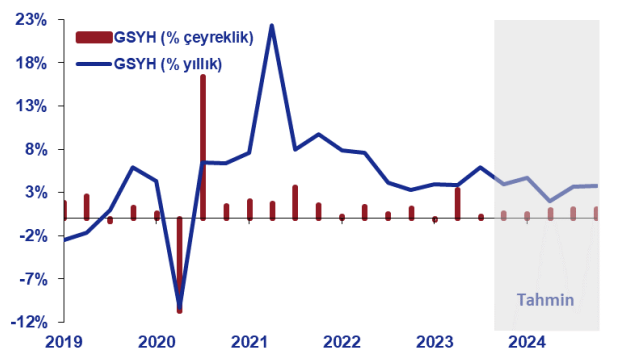
Geçtiğimiz yılın ikinci yarısında geçilen istikrar odaklı politikaların en önemli bacağı, aşırı hızlı büyüyen iç talebin kontrol altına alınması ve bu sayede büyümenin, potansiyel hızının geçici olarak bir miktar altına getirilmesidir. Bu doğrultuda, enflasyonun kontrol altına alınması ve cari açığın düşürülmesi hedeflenmektedir.

2023 yılın son çeyreği itibarıyla, ekonomik büyümenin öncü göstergeleri karışık bir görünüm sergilemiştir. Göstergeler henüz TCMB'nin son Enflasyon Raporu'ndaki projeksiyonlar ile uyumlu bir yavaşlamaya işaret etmemektedir. Sanayi üretiminin öncü göstergelerinden olan kapasite kullanım oranı önceki çeyreğe göre artış kaydederken, reel sektör güven endeksi de sınırlı bir düşüş gösterse de büyüme-daralma dönemlerini ayıran 100 eşik değerinin üzerinde kalmayı sürdürmüştür. İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI ise, Kasım ayında 47.2 ile 2023 yılının en düşük seviyesini gördükten sonra, Aralık ayında 47.4 değerini alarak sanayi üretiminde belirgin daralma göstermeye devam etmiştir. Dış ticaret verileri, sanayide girdi olarak kullanılan ara malı ithalatının aynı dönemde yavaşladığını gösterdi. Ayrıca geniş bir veri setinden tahmin yoluyla üretilen OECD bileşik öncü göstergesi de düşüş eğilimini korudu.

İmalat dışı sektörlerdeki güven endekslerinde, 4. çeyrek ortalamaları perakende ve hizmet sektörlerinde önceki çeyreğe göre düştü, inşaat sektöründe ise arttı. İç taleple ilgili önemli bir gösterge olan perakende hacim endeksi Ekim'de önceki aya göre %2.0 artmış, yıllık artış oranı da %13.7 ile oldukça yüksek kalmaya devam etmişti. Yüksek frekanslı kredi kartı harcama verilerinde, Ekim ayının ardından Kasım ve Aralık aylarında da reel artış olduğunu gözlemliyoruz. 4. Çeyrek geneli için de kredi kartı harcamaları perakende güven endeksine göre daha olumlu bir görünüm sergileyerek, reel tüketim harcamalarının arttığına işaret ediyor. Sonuç olarak, iç talebin 2023'ün son çeyreğinde güçlü kaldığını ve büyümeyi desteklediğini düşünüyoruz.

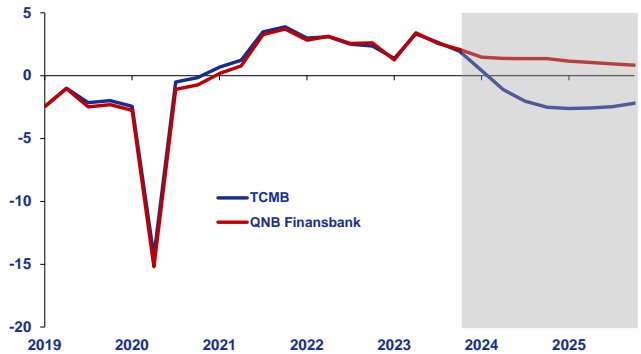
Hatırlanacağı gibi, reel tüketim harcamalarının daralmasıyla beraber, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış çeyreklik GSYH büyüme oranı 2023-3. çeyrekte %0.3'e yavaşlamıştı. Öncü veriler son çeyrekte düşük de olsa pozitif bir çeyreklik büyümeye işaret ediyor. Bu doğrultuda 2023-4. çeyrek GSYH büyümesi için çeyreklik bazda %0.6 olan beklentimizi koruyoruz. Bu da son çeyrekte GSYH büyüme oranının %5.9'dan

Grafik 1: GSYH büyüme projeksiyonu



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

Grafik 2: Çıktı açığı projeksiyonları (%)



Kaynak: TCMB, QNB Finansbank

%3.9'a gerileyeceğine ve 2023'nin tamamında GSYH büyümesinin %4.5 olacağına işaret ediyor.

Para politikası ve makro ihtiyati düzenlemeler yoluyla gerçekleştirilen sıkılaştırmanın 2024 yılında büyümeyi bir miktar sınırlamasını bekliyoruz. Öte yandan deprem harcamalarıyla ilişkili olarak maliye politikasının genişlemeci olması ve dış finansman koşullarındaki iyileşmenin sürmesi bunu kısmen dengeleyecektir. 2024 boyunca da ılımlı bir büyüme temposu öngörüyor ve 2024 yılının tamamı için %3.5 olan GSYH büyüme tahminimizi koruyoruz.

Büyüme tahminlerimiz, Türkiye ekonomisinin ilerleyen dönemde uzun vadeli potansiyel büyüme hızının hafifçe altında büyüyeceğine işaret etmektedir. Bunun ima ettiği çıktı açığı projeksiyonu yukarıdaki grafikte görülmektedir (Grafik 2). Tarihsel çıktı açığı serisini, TCMB'nin Enflasyon Raporu'nda sunduğu çıktı açığı hesaplamalarına göre kalibre ederek, yıllık ortalama %4.5 (çeyreklik yaklaşık %1.1) oranında uzun vadeli büyüme oranı varsayımına göre oluşturmaktayız. Buna göre, pandemi sonrası dönemde pozitif bölgede yer alan çıktı açığı, ekonomik aktivitenin potansiyelinin üzerinde seyrettiğini göstermiştir. Tahminlerimiz, 2023'te daralmaya başlayan çıktı açığının, bu eğilimini ilerleyen dönemde ılımlı bir şekilde sürdüreceğini ima etmektedir. Ancak çıktı açığı pozitif bölgede kalarak enflasyonist baskıların azalarak da olsa devam edeceğini düşündürmektedir.

TCMB'nin Enflasyon Raporu'nda yer alan ve orta vadeli enflasyon tahminlerine baz oluşturan çıktı açığı projeksiyonu ise sert bir gerileme öngörmektedir. Çıktı açığının negatif bölgeye geçmesi, ekonomik aktivitenin bir süre daralarak potansiyelinin altına inmesini ima etmektedir ve bu da hedeflenen dezenflasyon patikasıyla uyumludur. Bu patika bizim hesaplarımıza göre, 2024 GSYH büyümesinin %1 civarında olmasını gerektirmektedir. Ancak gerek 2023 sonu itibarıyla büyüme göstergelerinin genel seyri, gerekse de makroekonomik politikaların genel görünümü henüz bu derece belirgin bir yavaşlamaya işaret etmemektedir. Büyüme eğilimi bizim öngördüğümüz şekilde devam ettiği takdirde, TCMB'nin 2024 için %36 ve 2025 için %14 olan enflasyon tahminlerindeki risk de yukarı yönlü olacaktır.

Enflasyon ne kadar düşecek?

2023 yılını %64.8'de kapatan ve kısa vadede baz etkisiyle yükselmeye devam edecek olan yıllık tüketici enflasyonunun, 2024'ün ikinci yarısında gerileyerek %45 seviyelerine gelmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, enflasyon tahminlerinde belirsizlik yüksektir. Özellikle para politikası ve sermaye hareketlerine bağlı olarak döviz kuru ve iç talebin nasıl seyredeceği enflasyon patikasında belirleyici olacaktır. Ayrıca kamu kontrolündeki fiyatlar ve vergi politikaları ile küresel emtia fiyatları enflasyon görünümü açısından önemli olacaktır.

2022 yılında döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki artışların yarattığı maliyet etkileriyle yükselen yıllık enflasyon, 2023'ün ilk yarısında kontrollü kur artışları, uluslararası enerji fiyatlarındaki düşüş, doğalgaz tüketimine sağlanan sübvansiyon ve baz etkisiyle %38.2'ye kadar gerilemişti. Fakat uygulanan genişlemeci makroekonomik politikaların etkisiyle bu dönemde iç talep koşulları enflasyonistti. 2023'ün ikinci yarısında makroekonomik politikalardaki değişimle, TCMB döviz rezervlerini güçlendirme yoluna giderken TL'de sert bir değer kaybı yaşandı. Seçim öncesindeki vaatler doğrultusunda asgari ücret artışı geçmiş enflasyonun etkisini telafi edecek şekilde gerçekleştirildi. Ayrıca kamu harcamalarındaki artışa yönelik gelir yaratmak üzere, KDV ve ÖTV oranları ve çeşitli vergilerde artış yapıldı. Eş zamanlı gerçekleşen bu gelişmeler enflasyon beklentilerinde ve fiyatlama davranışlarından ani bir bozulmaya sebep oldu. Aylık tüketici enflasyonu Temmuz ve Ağustos aylarında %9'u aştı. Sonrasında sıkılaştırılan para ve kredi politikalarıyla, döviz kuru daha istikrarlı seyretti. Ayrıca iç talep kaynaklı enflasyonist baskılar zayıflarken enflasyon beklentilerindeki bozulma durdu, enflasyonun eğilim göstergelerinde iyileşme başladı.

Doğalgaz sübvansiyonlarının geçmiş dönemdeki aşağı yönlü etkisi, TÜFE'nin hesaplama yöntemi gereğince kış aylarından itibaren geri alınmaya başlandı ve bu süreç Mayıs ayına kadar sürecektir. Dolayısıyla, yapısal ve parasal gelişmelerden bağımsız olarak yıllık enflasyon Mayıs ayına kadar mekanik olarak yükselecektir. Sonrasında baz etkilerinin ortadan kalkmasıyla, 2024'ün ikinci yarısında yıllık TÜFE enflasyonunun gerileyeceğini ve 2024 sonunda %45 seviyelerinde olacağını tahmin ediyoruz. ÜFE'de ise, endeks yüksek seviyelerde katılık gösteren hizmet fiyatlarını içermediği ve yönetilen/yönlendirilen fiyat artışlarından daha az etkilendiği için, %38 civarında daha düşük bir enflasyon oranı bekliyoruz. (Grafik 3)

Tahminlerimizi oluştururken, para ve kredi politikalarındaki sıkılaştırmanın 2024 başında duracağını ve 2024'ün son çeyreğine kadar TCMB'nin politika duruşunda değişiklik olmayacağını varsaydık. Büyüme görünümünü incelediğimiz bölümde belirttiğimiz gibi, deprem harcamalarının da etkisiyle maliye politikasının genişlemeci olduğu ve dış finansman koşullarının iyileştiği bir dönemde, sıkılaştırılan para politikasına rağmen ılımlı bir büyüme eğiliminin korunacağını düşünüyoruz. Bu da çıktı açığının daralmakla birlikte pozitif kalması ve enflasyonist olmayı sürdürmesi anlamına geliyor.

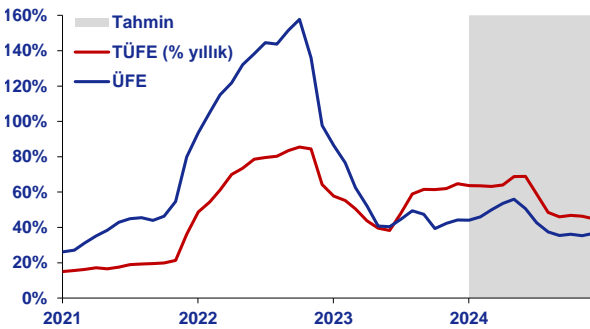
Döviz kuru konusunda, Türk lirasının reel değerinin genel olarak istikrarlı seyredeceğini, yani nominal değer kayıplarının enflasyona yakın olacağını varsaydık. Bunda cari denge ve dış finansman ihtiyacının boyutu, küresel finansal koşullar, ülkemize özgü sermaye yatırımları, yurtiçindeki ters dolarizasyon süreci ve TCMB'nin döviz rezervlerini yönetimi etkili olacaktır. Dış finansman ve döviz rezervi görünümü bölümünde daha detaylı değerlendirdiğimiz üzere, cari açık ve dış borç ödemelerinden kaynaklanan dış finansman ihtiyacı özellikle 2024'ün ilk yarısında yüksek seyredecektir. Son dönemde küresel finansal koşulların gevşediği ve Türkiye'ye yönelik yatırım ihtiyacının güçlendiği gözlenmektedir. Bununla birlikte, sermaye girişi hem dış finansman ihtiyacını karşılayacak hem de TCMB'nin döviz rezervi birikimini sürdürmesini sağlayacak kadar güçlü olmayabilir. Bu para politikası ve ödemeler dengesi görünümüyle TL'de büyük bir reel değerlenme beklemiyoruz. Bu da enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi sınırlayacaktır.

Geçmiş enflasyona bağlı olarak belirlenen ücret ve fiyat artışları, 2024 yılı enflasyonuna önemli etki yapacaktır. Özellikle %49 oranında belirlenen asgari ücret zammı, otomatik ÖTV ayarlamaları ve kamu zamları 2024 başında enflasyonun aylık eğiliminde geçici bir hızlanmaya yol açabilir. Ayrıca elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki devlet desteklerinin yüksek olduğunu dikkate alarak, bu kalemlerde yıl içinde belirgin artışlar olacağını düşünüyoruz. Bunların yanında, küresel jeopolitik gelişmelere bağlı olarak enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar da sürmekte ve tahminlerimize risk oluşturmaktadır.

TÜFE'nin ana bileşenlerine bakıldığında, en büyük dalgalanmanın gerek uluslararası gelişmeler gerekse de yurtiçi fiyat politikaları sebebiyle enerjide olduğunu görmekteyiz. Önümüzdeki yıl da hem baz etkisi hem de maliyet artışları sebebiyle enerji enflasyonunun oldukça yüksek seyretmesini bekliyoruz. Gıda enflasyonunun, maliyet artışları ve yapısal faktörler sebebiyle 2024 genelinde manşet enflasyonun biraz üzerinde olmasını bekliyoruz. Çekirdek enflasyonda ise, hizmet fiyatlarındaki çok yüksek seyreden eğiliminin kademeli olarak yavaşlayacağını tahmin ediyoruz. (Grafik 4)

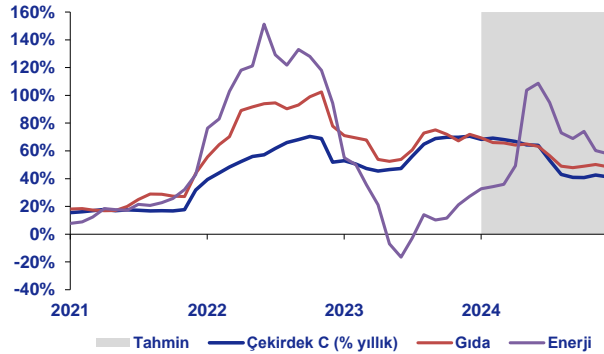
TCMB 2023-4. Çeyrek Enflasyon Raporu'nda 2024 için TÜFE enflasyonunu, 6 puanlık belirsizlik aralığıyla birlikte %36 olarak tahmin etmişti. TCMB tahminlerinin dayandığı çıktı açığı projeksiyonları, bizim tahminimizden daha yavaş bir büyüme ve dolayısıyla ödemeler dengesinde daha belirgin bir dengelenme ima etmektedir. Para ve kredi politikalarının iç talebi bir süre daraltacak ve TL'de reel değerlenme yaratacak ölçüde sıkı tutulması, maliye politikası ile kamu fiyat artışlarının da uygun şekilde belirlenmesi durumunda bu tahminin erişilebilir olacağını düşünüyoruz. Ancak mevcut makro ekonomik görünüm henüz bu ölçüde bir dengelenmenin çok uzağındadır. Ayrıca ücretler tarafında geçmiş enflasyona endekslemenin devam etmesi de 2024 enflasyonunda yukarı yönlü riskleri arttırmaktadır.

Grafik 3: Enflasyon projeksiyonu (% , yıllık)



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

Grafik 4: TÜFE göstergeleri (% , yıllık)



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

Dış finansman ihtiyacı ne kadar?

Kamu sektörü ve özel sektörün aylık dış borç ödemelerine yönelik veriler Hazine ve TCMB tarafından açıklanmaktadır. Hazine, merkezi yönetim bütçesinde yapılacak ödemelere, TCMB de özel sektörün dış borç ödemelerine yönelik 12 aylık projeksiyon yayınlamaktadır. En son Ekim 2024'e kadarki veriler açıklanmıştır. Bunun üzerine, bizim aylık cari denge projeksiyonlarımızı da ekleyince, önümüzdeki dönemde hangi aylarda dış finansman ihtiyacının artacağına yönelik görünüm ortaya çıkmaktadır.

2024 Haziran'a kadar cari açığın, mevsimsel etkilerle 4-5 milyar dolar civarında seyredeceğini tahmin etmekteyiz. Yılın ilk yarısında, aylık dış finansman açığının ortalama 9 milyar dolar olacağını hesaplarken, Mart ayındaki açık 12 milyar dolar ile daha yüksek olacak, ancak Şubat ve Mayıs aylarında 8 milyar doların altında gerçekleşecektir. Turizm gelirlerinin devreye girmesi ile Temmuz-Ekim dönemindeki ortalama açık ise 5 milyar dolar civarına gerileyecektir. (Grafik 5)

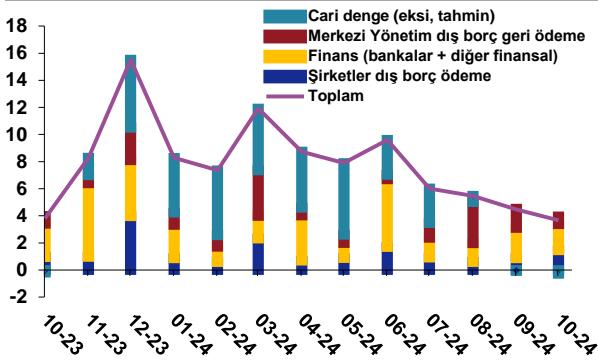
Dış finansmanın yanında, kur korumalı mevduattaki (KKM) düşüşün devam etmesi durumunda, ek döviz talebi oluşabilir. KKM görünümü bölümünde incelediğimiz gibi %90'lık görece yüksek bir yenileme oranı varsayımıyla KKM tutarı 2024 yılında 30 milyar dolar, son dönemdeki gibi %80'lik yenileme oranı ile 55 milyar dolar gerilecektir. Bunun bir kısmının döviz dönmeye durumunda, piyasadan ek döviz talebi olabilecektir. Ancak yurtiçinde ters dolarizasyon eğilimi devam ederse, yatırımcılar döviz ve döviz endekslili mevduat yerine TL enstrümanlara daha ağırlıklı verebilir ki, bu durumda doğabilecek ek döviz talebi sınırlı kalır.

Döviz rezervleri ne kadar artmalı?

Döviz finansman açığının yüksek olsa da sermaye girişlerinin güçlü olması durumunda, döviz rezervlerindeki toparlanmanın devam edebileceğini düşünüyoruz. Finansman ihtiyacının en yüksek olduğu Aralık ayında TCMB'nin nete 13 milyar dolarlık döviz alımı gerçekleştirdiğini hesaplıyoruz. Bunda, yabancı yatırımcıların 9 milyar dolar civarında TL cinsinden portföy girişleri (hisse, bono, swap) etkili olmuştur. Bununla birlikte, Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in konuşmalarında referans verdiği yabancı swaplar hariç brüt döviz rezervinin 29 Aralık itibarıyla 117.2 milyar dolar ile Mayıs sonuna göre 43.8 milyar dolar yükseldiğini ve Ağustos 2016'dan beri görülen yüksek seviyelere yakın olduğunu hesaplıyoruz. (Yabancı swap işlemlerinin rezervlerin dışında tutulmasının sebebi, Katar Riyali gibi dış ödemelerde kullanım imkanı sınırlı olan para cinslerinden olmasıdır.)

Ancak döviz rezervinin geldiği bu seviye, uluslararası normlara göre yeterli denebilecek seviyelerin halen altındadır. Genel kabul görmüş kural, döviz rezervinin 6 aylık ithalat ve önümüzdeki 1 yılda vadesi gelecek dış borçların tamamını karşılamasıdır. En son açıklanan Kasım ayı itibarıyla, son 6 aylık ithalat (mevsimsel düzeltilmiş) 176.2 milyar dolar seviyesindedir. Yine Ekim ayı itibarıyla, önümüzdeki 1 yılda vadesi gelecek dış borç tutarı da 219.9 milyar dolardır. Ancak bunun 14.7 milyar doları TL cinsindedir ve 10.4 milyar doları da yurtiçi kurumların yurtdışı şubelerine kullanılmıştır. Bu tutarları, dış borç hesabının dışında bırakabilir ki bu durumda, 1 yılda vadesi gelecek dış borç 194.7 milyar dolar olmaktadır. Bu da uluslararası normlara göre yeterli döviz rezerv seviyesinin 180-200 milyar dolar arasında olduğunu düşündürmektedir.

Grafik 5: Aylık dış finansman açığı (milyar USD)



Kaynak: TCMB, HMB, QNB Finansbank

Grafik 6: Döviz rezerv yeterliliği (milyar USD)



Kaynak: TÜİK, TCMB, QNB Finansbank

Tarihsel olarak bakıldığında, Türkiye'nin yatırım yapılabilir kredi notuna yükseldiği 2013 yılında döviz rezervlerinin, bahsettiğimiz her iki döviz yeterlilik göstergesi ile benzer seviyede olduğu görülmektedir. (Grafik 6) Sonrasında ise rezervler 2020 yılına kadar düşüş eğilimi göstermiştir. Bunun yanında, 2021 yılından itibaren hem ithalat hem de dış borçlar artış eğilimi göstermiş ve döviz yeterliliğine yönelik rakamları yukarı taşımıştır.

Her ne kadar kredi derecelendirme kararlarının tek belirleyicisi olmasa da rezervlerin önümüzdeki dönemde yükselmeye devam etmesi, Türkiye'nin kredi riskinin azalması açısından önemli olacaktır. Dış finansman ihtiyacının yüksek olduğu yılın ilk yarısında buna devam etmek için, yabancı sermaye girişlerinin devam etmesi ve yurtdışında liralasma eğiliminin sürmesi gerekecektir. Bunun için de istikrar odaklı ekonomi politikalarının tavizsiz uygulanmaya devam edilmesi kritik öneme sahip olacaktır.

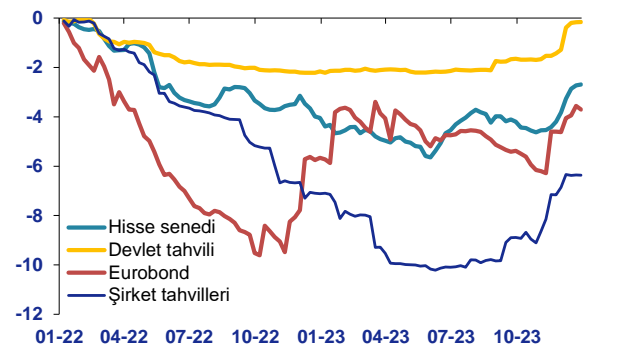
Sermaye girişleri nasıl seyredecek?

Yılın son çeyreğine ilişkin portföy verileri, yabancı yatırımcıların Türkiye portföylerini artırma eğilimine girdiklerini yansıtmaktadır. Kasım ve Aralık aylarının toplamında hisse senetlerine 1.9 milyar dolar, TL cinsi devlet tahvillerine de 1.5 milyar dolar fon girişi olmuştur. Bunların yanında, BDDK'nın açıkladığı bankaların bilanço dışı döviz pozisyonu ve TCMB'nin swap miktarındaki değişimden, müşterilerle swap pozisyonlarındaki akımları hesaplıyoruz. Yakın geçmişte buradaki değişimlerin daha çok yerli yatırımcıların vadeli döviz işlemleri ile ilgili olduğunu varsaymaktaydık. Ancak son dönemde yabancı yatırımcıların payının arttığını düşünüyoruz. Bu kanaldan da yılın son iki ayında 7 milyar dolar civarında giriş hesaplıyoruz. Yani yabancı yatırımcılar Kasım ve Aralık aylarının toplamında TL cinsinden varlık portföylerini 10.7 milyar dolar arttırmışlardır.

Bunların yanında, döviz cinsinden portföy verilerini de takip etmekteyiz. Nominal tutarlar üzerinden yaptığımız hesaplamaya göre yılın son iki ayında devlet eurobond portföyü 2.4 milyar dolar, şirket ve banka eurobond portföyü ise 2.7 milyar dolar yükselmiştir. Bu artışlarda, yeni tahvil ihraçlarının etkisi olmuştur. (Grafik 7)

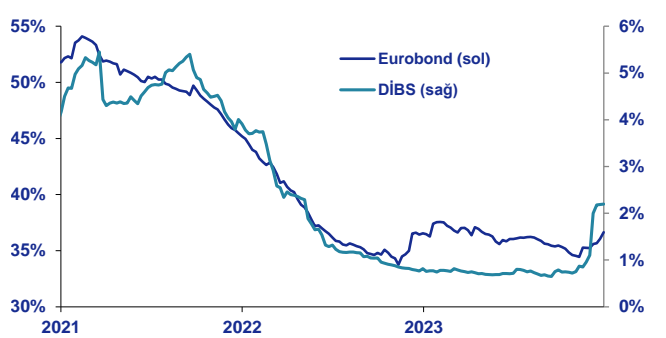
Bu girişler sayesinde yabancı yatırımcıların tahvil piyasasındaki payı artmıştır. Ekim sonunda %0.7 ile tarihi dip seviyesinde seyreden yabancıların devlet iç borçlanma senedi (DİBS) piyasasındaki payı, 29 Aralık tarihinde %2.2'ye yükselmiştir. 2021 başında yabancıların DİBS payı %5'i üzerinde bulunurken, 2017 yılında %22.8'e kadar çıkmıştı. Eurobond tarafında ise %36.1 ile daha yüksek seviyede bulunurken, Ekim sonuna göre artış 1.5 puan olmuştur. Burada da yabancı payı 2022 başlarında %50'ye yakın seviyede bulunurken, 2019 yılında %72'ye kadar yükselmişti. Bu da, yabancı portföy girişi için belirgin alan olduğunu düşündürmektedir. (Grafik 8) İstikrar odaklı politikaların devam etmesi durumunda, fon girişlerinin devam edeceğini düşünüyoruz.

Grafik 7: Yabancı yatırımcıların portföy hareketleri (kümülatif, milyar USD)



Kaynak: TCMB

Grafik 8: Yabancı yatırımcıların portföy payları



Kaynak: TCMB

Kur korumalı mevduat ne hızda gerileyecek?

Kur korumalı mevduat (KKM) ile ilgili açıklanan tek veri BDDK'nın haftalık olarak açıkladığı TL bazındaki toplam stok tutarıdır. Ancak bu veri hesaplanırken, KKM'ye girişteki kur kullanılmakta, bu yüzden toplam KKM tutarının dolar karşılığını hesaplamak zorlaşmaktadır. Bu yüzden biz de KKM verisinde Aralık 2021'deki başlangıç tarihinden itibaren gelişimi üzerinden yaptığımız hesaplamalarla, haftalık akımları tahmin etmeye

çalışıyoruz.⁽¹⁾ Bu sayede haftalık KKM yenileme oranlarını hesaplayabiliyor ve stok KKM'nin nasıl bir seyir izleyebileceğini daha iyi tahmin edebiliyoruz.

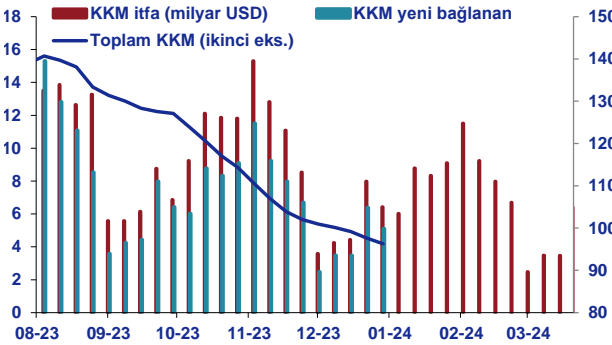
KKM ağırlıklı olarak 3 aylık vadeli olarak yapılmaktadır. Bu doğrultuda da geçmişte KKM'nin güçlü artış gösterdiği dönemleri izleyen 3 aylık dönemde itfalar artmaktadır. (Grafik 9) Aralık ayı başlarında itfa tutarları 4 milyar dolar civarına geriledikten sonra, tekrar 8 milyar dolar civarına yükselmiştir. Yılın ilk 2 aylık döneminde de ortalama aylık itfa bu civarda olacaktır.

KKM yenileme oranının ise son haftalarda %80 civarında seyrettiğini hesaplamaktayız. Son 3 aylık ortalama KKM yenileme oranının da bu civarda olduğunu ve bu göstergenin son dönemde yatay bir eğilim sergilediğini hesaplıyoruz. (Grafik 10) Aynı yenileme oranı korunabilirse, haftalık KKM düşüş hızı da 2 milyar dolar civarında seyredecektir.

Önümüzdeki yılın tamamında yenileme oranı %80 civarında korunursa, KKM'nin 29 Aralık tarihindeki 96 milyar dolardan, 2024 sonunda 40 milyar dolar civarına gerileyeceğini hesaplıyoruz. Ancak KKM tutarlarının azalması ile yenileme oranlarının da bir miktar artış göstermesi olasıdır. Yenileme oranının %90 civarına yükseldiği daha ihtiyatlı (ve bizce daha gerçekçi) bir senaryoda ise KKM 2024 sonunda 65 milyar dolar civarına düşecektir.

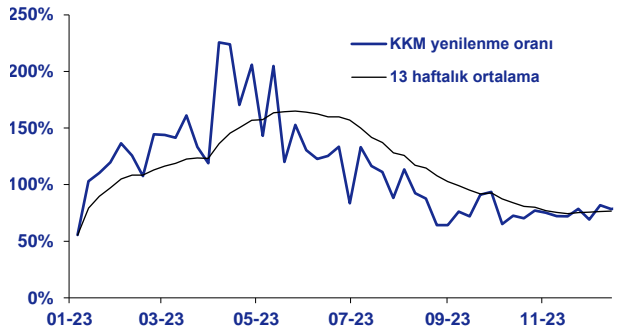
- (1) KKM akımlarında kullandığımız modelde bütün KKM işlemlerini 3 aylık vadeli ve dolar cinsinden olarak varsaymaktayız. KKM tutarının t haftasındaki değişiminin iki ana sebebi olabilmektedir. Bunların ilki t-13 haftasında (3 ay önce) bağlanan KKM tutarının değer artışıdır. Bunu hesaplamak için t-13 haftasında bağlanan KKM'nin kur kaynaklı değer artışlarını hesaplayıp TL bazlı KKM tutarına ekliyoruz. Bu değer artışını üzerinde bir KKM stok artışı (TL bazlı) yaşanıyorsa, bu da mevcut işlemlerin yenilenmesinin üzerine ek KKM işlemi yapıldığını göstermektedir. KKM işlemlerinin başladığı tarihten itibaren bu hesaplamayı sürdürerek, KKM akımlarını tahmin ettik. Hesaplamalarımızın doğruluğunu kontrol etmek için, bu akımlarda oluşan kamu maliyetini, merkezi yönetim bütçesi ve TCMB'de oluşan aylık toplam zararlarla karşılaştırdık. (t haftasındaki kamu maliyeti, t-13 haftasında yapılan toplam KKM tutarının, o dönemdeki faiz getirisinin üzerindeki kur artışı olarak hesaplanmıştır.) Bu iki değer arasında %93 korelasyon olması, hesaplama yöntemimizin de doğruluğunu desteklemektedir. (Grafik 11)

Grafik 9: Kur korumalı mevduat akımları (milyar USD)



Kaynak: BDDK, QNB Finansbank

Grafik 10: KKM yenileme oranı (%)



Kaynak: BDDK, QNB Finansbank

Para politikası nasıl şekillenecek?

2023 Mayıs ayına kadar genişlemeci olan para politikasında, yeni ekonomi yönetiminin göreve başlamasıyla keskin bir değişime gidildi. Enflasyonu düşürmek ve ödemeler dengesi sorunlarını gidermek üzere parasal sıkılaştırma başlatıldı. Bu süreçte, politika faizi %8.5 seviyesinden kademeli olarak yükseltılarak 2023 sonunda %42.5 seviyesine getirildi. (Grafik 12) Ayrıca politika çerçevesinin sadeleştirilmesi, TL mevduat payının artırılması, para piyasasındaki fazla likiditenin çekilmesi ve seçilmiş sektörlerde kredi büyümesinin sınırlandırılması yoluyla, para politikası duruşunu desteklemek üzere bir dizi düzenleme de yapıldı.

Faiz tarafında, Eylül-Kasım dönemindeki üç PPK toplantısında 500'er baz puan faiz artırımını yapılmışken, Aralık ayındaki son toplantıda artırım hızı 250 baz puana

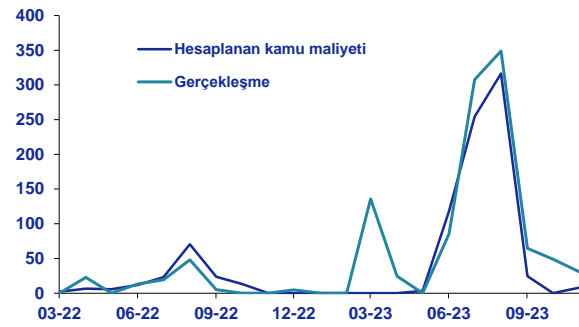
düşürüldü. Ayrıca gelecek döneme ilişkin olarak, gerekli parasal sıkılık düzeyine önemli ölçüde yaklaşıldığı ve parasal sıkılaştırma adımlarının en kısa zamanda tamamlanmasının öngörüldüğü belirtildi. Bu da faiz artırım döngüsünün henüz tamamlanmadığını; ancak faizin Ocak 2024'teki toplantıda muhtemelen son kez arttırıldıktan sonra, bir süre sabit tutulacağına işaret etmektedir. Bu doğrultuda, TCMB'nin Ocak 2024'teki PPK toplantısında politika faizini son kez 250 baz puan artıracığını ve 2024'in son çeyreğine kadar sabit tutacağını tahmin ediyoruz.

Politika faizi 2023 sonu itibarıyla, %64.8 olan yıllık enflasyon oranının altındayken, TCMB piyasa katılımcıları anketinde %41.2 olan 12 ay sonraki enflasyon beklentisinin üzerinde bulunmaktadır. (Grafik 12) Gelecek bir faiz artırımını ve enflasyon beklentilerindeki muhtemel iyileşmeyle birlikte, politika faizi ilerleyen dönemde 12 ay sonraki enflasyon beklentisinin üzerinde kalmaya devam edecektir. Parasal sıkılaştırma, önümüzdeki dönemde yaşanabilecek talep ve maliyet kaynaklı gelişmelerin enflasyon üzerinde yeni şoklar yaratma ihtimalini azaltmaktadır. Aylık enflasyondaki ana eğilimin TCMB'nin öngördüğü şekilde düşmeye devam etmesi durumunda manşet enflasyon da 2024 yılının ikinci yarısında düşerek, politika faizine yaklaşacaktır.

Makroihtiyati tedbirler tarafında, Aralık 2023'teki toplantıda likidite tedbirlerinin yeni araçlarla devam etmesi kararı alındı. Daha önce gerekli gördükçe zorunlu karşılık oranlarında artırım yaparak piyasadaki fazla TL likiditesini çeken TCMB, bu tarihten itibaren TL depo ihaleleri düzenlemeye başladı. Bu ihalelerde APİ piyçasındaki fazla likidite çekilirken, bankalararası piyasadaki faizlerin politika faizinin altına gelmesinin önüne geçilmiştir.

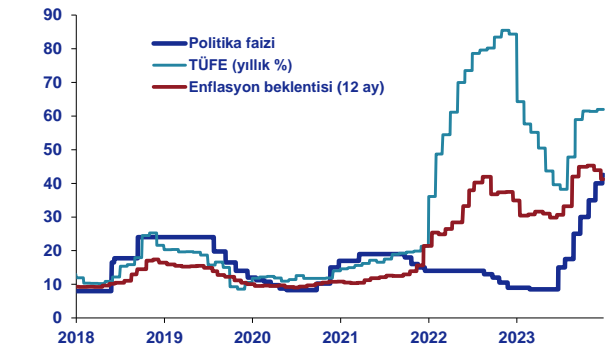
Kredilerle ilgili olarak ise, 2023'ün ikinci yarısında seçili kredi sıkılaştırması uygulanmış; faizlerin serbestleştirilmesi ve miktar kısıtları yoluyla kredi büyümesi sınırlandırılmıştı. Son PPK kararlarında, kredi büyümesini sınırlayacak yeni tedbirlerden bahsedilmedi. Ayrıca, kredi kartı faizlerini de belirleyen referans faiz oranına da üst sınır getirildi. Bu da TCMB'nin kredi kartlarını parasal sıkılaştırma sürecinin dışında tutmayı hedeflediğini düşündürmekte ve iç talepteki yavaşlamanın sınırlandırılması anlamına gelmektedir.

Grafik 11: Aylık KKM maliyeti (milyar TL)



Kaynak: HMB, TCMB, BDDK, QNB Finansbank
 (*) KKM'nin Hazine tarafından ödenen maliyeti Temmuz 2023'e kadar merkezi yönetim bütçede yayınlanmıştır. Sonrasında, maliyetin tamamen TCMB'ye geçmiştir. KKM'nin TCMB'ye maliyetini, TCMB'nin analitik bilançosunda kar/zarar hesabının yer aldığı "diğer kalemler" hesabındaki değişimden tahmin edilmiştir. Toplam KKM maliyeti, TCMB bilançosu ve merkezi yönetim bütçesinde gözükür tutarların toplamıdır.

Grafik 12: TCMB politika faizi, TÜFE enflasyonu ve enflasyon beklentisi (%)

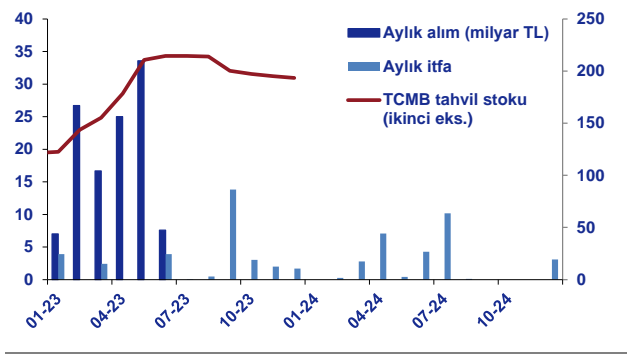


Kaynak: TCMB, TÜİK

TCMB, "2024 Para ve Kur Politikası" raporunda para politikasını yürütmek üzere kullanacağı politika araçlarıyla ilgili detaylı bilgiler de sağladı. Tahvil portföyüyle ilişkili olarak, 2022 yılında TCMB haftalık bilanço aktif toplamının %5'i olan limit değeri 2023'te %7'ye yükseltilmişti. TCMB bu limit çerçevesinde, 2023'ün ilk yarısında 93.1 milyar TL'lik net alım yapmıştır. Alımların özellikle Şubat-Mayıs döneminde yoğunlaştığı izlenmiştir. (Grafik 13) Böylece tahvil stoku Haziran ayında 214.5 milyar TL'ye kadar çıkmıştır. Yılın ikinci yarısında, para politikasındaki sıkılaştırma ile uyumlu olarak tahvil alımları durdurulmuş ve sene sonunda tahvil stoku 193.5 milyar TL'ye gerilemiştir. TCMB 2024 yılı için tahvil stok limitini 200 milyar TL olarak belirlemiştir. Bu tutar mevcut bakiyeye yakındır ancak enflasyonla birlikte düşünüldüğünde reel olarak daralmaya işaret etmektedir. Bu da sıkı para politikası duruşunu destekleyecektir.

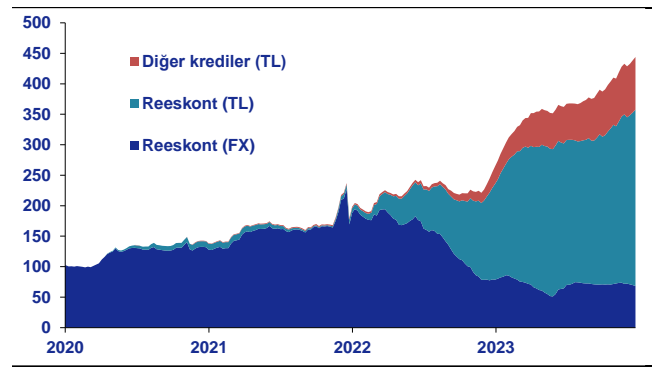
TCMB raporunda ayrıca, belirli sektörleri ve yatırımları destekleyecek kredi kullandırımına devam edileceği söylenmektedir. 2024 yılında da ihracatçı firmaların finansman koşullarını iyileştirmek ve finansmana erişimlerini desteklemek amacıyla ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinde ilave kolaylaştırıcı adımlar atılabileceği söylenmektedir. TL cinsi ihracat reeskont kredileri 22 Aralık tarihli bilançosunda, yıllık %93 artışla 289 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Bunun yanında TCMB, finansal kaynakların verimli kullanımı ve yatırımların desteklenmesi amacıyla stratejik öncelikler de dikkate alınarak Yatırım Taahhütlü Avans Kredisi (YTAK) kullandırımına devam edecektir. Bu kapsamda, yıllık 100 milyar TL olmak üzere 3 yıl için ayrılan 300 milyar TL'lik toplam limit, yatırım projelerinin verimlilik ve katma değer niteliğine göre, firmalarca Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan alınacak Teknoloji/Strateji Puanı esas alınarak tahsis edilecektir. TCMB bilançosunda bu kredilerin yer aldığı "diğer krediler" kalemi yıllık %232 artışla en son yayınlanan 22 Aralık tarihinde 86 milyar TL düzeyindedir. Toplam kredi kullandırımının (reeskont + YTAK) özellikle yılın son çeyreğinde hızlandığı görülmektedir. (Grafik 14) Bankacılık sektöründeki 11.6 trilyon TL'lik toplam kredi portföyü ile karşılaştırıldığında program boyutunun görece sınırlı kalması ve tahvil portföyünün reel olarak daralacak olması ile birlikte değerlendirildiğinde, TCMB'nin bu kredi politikalarının enflasyon üzerinde yarattığı risklerin sınırlı olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 13: TCMB tahvil stoku ve aylık akımlar (milyar TL)



Kaynak: TCMB, QNB Finansbank

Grafik 14: TCMB kredileri (milyar TL)



Kaynak: TCMB, QNB Finansbank

Sonuç olarak, TCMB para politikasında belirgin bir sıkılaşıma gitmiş, bunun yanında likidite politikasını da bununla uyumlu hale getirmiştir. Yeni başlanan depo ihaleleri, bankalararası piyasadaki faizin, politika faizinin altına inmesini engellemiştir. Ayrıca tahvil alım tutarları da bu sene için oldukça sınırlı boyutta belirlenmiştir. Bu politika kararlarının ekonomik aktiviteye ve enflasyona etkisi gecikmeli yansiyacak olmakla birlikte, mevcut görünüm büyümeyi hedeflediği kadar yavaşlatmak ve enflasyonu hedeflerle uyumlu bir patikaya getirmekten uzaktır. Bu da önümüzdeki dönemde para politikasının daha da sıkılaştırılmasını gerektirebilecektir.

Makroekonomik Büyüklükler ve Tahminler

	2021	2022	2023	2024
Büyüme				
GSYH Büyümesi, %	11.4%	5.5%	4.5%	3.5%
Nominal GSYH, milyar TL	7,256	15,012	26,152	41,389
Nominal GSYH, milyar \$	808	906	1106	1174
Kişi başına düşen GSYH (dolar)	9,601	10,659	12,794	13,436
Enflasyon (% yıllık)				
TÜFE, yıl sonu	36.1%	64.3%	64.8%	45.0%
ÜFE, yıl sonu	79.9%	97.7%	44.2%	36.6%
TÜFE, ortalama	19.6%	72.3%	53.9%	55.7%
ÜFE, ortalama	43.9%	128.5%	49.9%	42.8%
Mali Sektör (% GSYH)				
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi	-2.6%	-0.9%	-3.5%	-5.7%
Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi	-0.2%	1.1%	-1.0%	-2.7%
AB tanımlı kamu borcu (% GSYH)	41.8%	31.7%	32.7%	37.2%
Dış Denge (milyar \$)				
Cari Denge	-7.2	-48.8	-45.5	-35.0
% GSYH	-0.9%	-5.4%	-4.1%	-3.0%
Dış ticaret dengesi	-46.2	-109.5	-103.3	-99.6
İhracat	225.2	254.2	256.7	276.5
İthalat	271.4	363.7	360.0	376.0
Kurlar				
USD/TL, yıl sonu	13.30	18.69	29.48	41.06
EUR/TL, yıl sonu	15.13	20.00	32.54	46.81
EUR/USD, yıl sonu	1.14	1.07	1.10	1.14
USD/TL, ortalama	8.85	16.55	23.77	35.25
EUR/TL, ortalama	10.44	17.36	25.71	39.41
EUR/USD, ortalama	1.18	1.05	1.08	1.12
TCMB politika faizi, % yıl sonu	14.0%	9.0%	42.5%	37.5%
2y tahvil faizi, % yıl sonu	22.7%	10.0%	38.1%	33.0%

Bu rapor, QNB Finansbank Hazine Bölümü ekonomistleri tarafından müşterilerini bilgilendirmek amacıyla düzenlenmiştir. Raporun QNB Finansbank ile ilişkili bir kuruluşun müşterisi tarafından kullanılabilirliği, alan kişi ve bu kuruluş arasındaki akdi ilişkiye tabi olacaktır. Bu raporda sunulan bilgi, yorum ve tavsiyeler raporu hazırlayanların görüşlerini yansıtmakta olup yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında değildir. Mali durum ile risk ve getiri tercihlerinin çeşitliliğini göz önünde bulundurunca sadece bu raporda yer alan görüşlere dayanarak verilecek yatırım kararları beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapordaki bilgilerin derlenmesinde güvenilirliğine inanılan sağlam kaynaklardan faydalanılmıştır; ancak bilgilerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiştir. QNB Finansbank bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve doğabilecek hatalarda sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda sunulan bilgiler üzerinde önceden belirtilmeksizin değişiklik yapma hakkı saklıdır. QNB Finansbank ve ilişkili kuruluşlar ile bu kurumlarda çalışan personel araştırma raporlarında sözü edilen menkul kıymetlere yatırım yapabilir ve zaman içerisinde pozisyonlarını değiştirebilir. Bu raporda yer alan bilgilerin bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz ya da dağıtılamaz.