

GENEL GÖRÜNÜM

Piyasalarda görece istikrarla birlikte olası siyasi gerginliklere bağlı tedirginlik devam etmektedir. Eylül ayından başlayarak döviz talebi oluşmaya başlamıştır. Kurlar önemli ölçüde TCMB'nin eylül ayından başlayarak yaptığı döviz satışları nedeniyle istikrarlı seyretmektedir. Döviz talebinin ve TCMB'nin döviz satışlarının devam etmesi, kur istikrarına ilişkin beklentileri olumsuz etkileyebilecektir. Ayrıca, enflasyondaki genel eğilimde temmuz-ekim döneminde yükseliş olduğu izlenmektedir. Önümüzdeki dönem özellikle iç siyasi ve dış gelişmelerin piyasalarda oynaklık yaratma riski mevcuttur.

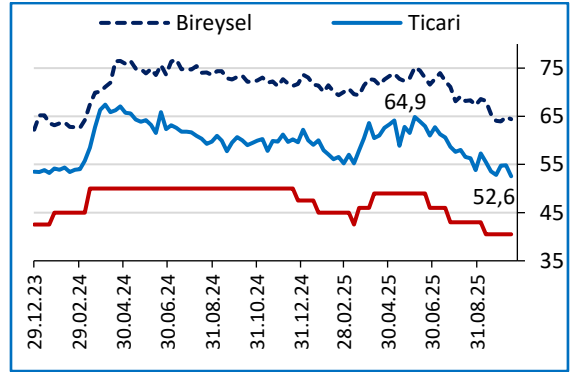
TCMB, enflasyondaki olumsuz gelişmelere karşı, eylül ayında politika faizini 1 puan düşürerek yüzde 39,5'e indirmiştir. Mevcut faiz indirimine rağmen parasal koşullar sıkılığını önemli ölçüde devam ettirmektedir. Kredi faizlerinde kısmi düşüşler olsa da oldukça yüksek düzeylerde seyretmekte, imalat sanayi kapasite kullanım oranını gösterge kabul ettiğimizde, ekonomide zayıf seyir ekim ayında da sürmektedir. Mevcut koşullar, ilave faiz indirimlerine imkân vermemektedir. İlâveten, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçen TCMB'nin artık faiz indirimlerinde daha temkinli olması gerekmektedir.

Piyasalar, TCMB'nin politika faizini düşürmeye devam edeceğini beklemektedir. Piyasalar, TCMB'nin aralık ayında da politika faizini 1 puan düşürerek yıl sonunda yüzde 38,5 civarına indireceğini öngörmektedir. Ancak, faiz indirimlerinin döviz talebine bağlı olacağı ve TCMB'nin eylül ayından başlayarak döviz satarak kur istikrarını sağlayabildiği dikkate alındığında, döviz talebinin devam etmesi halinde ilave faiz indirimi koşullarının oluşmayabileceğini düşünmekteyiz. Zira, enflasyon eğilimi de hala yüzde 20'ye yakınsama eğilimi göstermemektedir.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Kredi faizleri yüksek seyretmeye devam etmektedir. TCMB faiz indirimlerine paralel olarak, kredi faizleri haziran ayından bu yana 12 puan düşmüştür. İlave düşüşlerin sınırlı olacağını, bileşik kredi faizlerinin yıl sonunda yüzde 50 civarına inebileceğini düşünüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

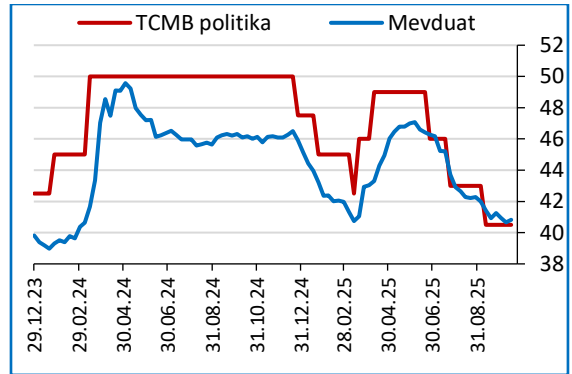


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir. 23 Ekim tarihli TCMB faiz indirimi henüz verilere yansımamıştır.

2. Mevduat faizlerinde de sınırlı düşüş öngörmekteyiz. Nitekim, mevduat faizleri önemli ölçüde TCMB fiili politika faizine paralel hareket etmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)



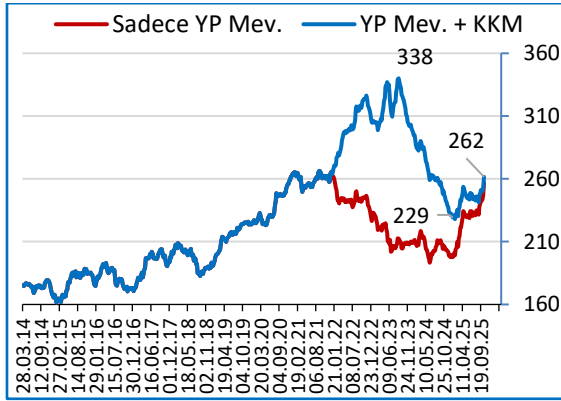
Kaynak: TCMB

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

3. Yabancı para cinsinden mevduatlarda artış eğilimi devam etmektedir.

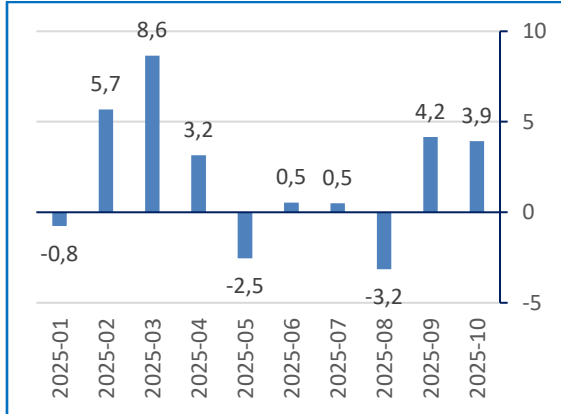
Faiz oranlarının düşmeye başlaması, iç siyasi gerginliklerin devamı ve Kur Korumalı Mevduatların (KKM) tasfiye edilmesi yabancı para (altın dahil) cinsi mevduat talebini artırmaktadır. Nitekim eylül ayında ve 19 Ekim itibarıyla ekim ayında yabancı para mevduatlardaki toplam artış 8,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu eğilim döviz talebi yaratmakta, TCMB döviz satarak kur istikrarını koruyabilmektedir.

Grafik 3.a: Yabancı para mevduatlar ve KKM (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

Grafik 3.b: Parite etkisinden arındırılmış aylık yabancı para mevduat değişimi (milyar dolar)



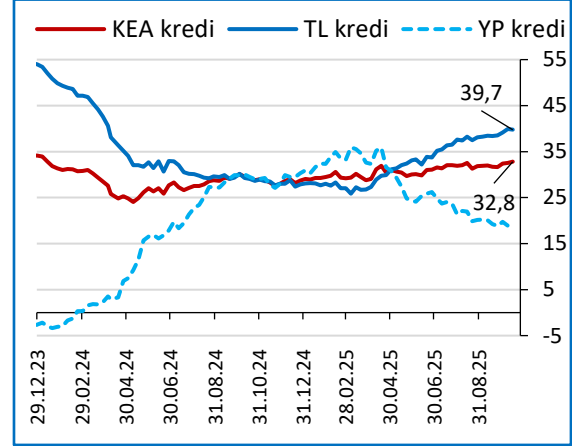
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Kredi artış oranı zayıf seyretmektedir.

Kredilerdeki yaklaşık yüzde 32,8'lik zayıf artış eğiliminde, kredi faizlerinin aşırı yüksek seyri ve ekonomideki yavaşlama belirleyicidir. Ancak, TL kredilerde hafif canlanma eğiliminin de (yüzde 39,7) altı çizilmelidir. Kredilerdeki yavaş

artış eğiliminin devam etmesini beklemekteyiz. Zira, bir yandan TCMB'nin aylık kredi kısıtları devam etmekte, diğer yandan kısmi düşüşler olsa da reel faizler oldukça yüksek düzeylerdeki seyrini sürdürmektedir. Dolayısıyla, zaruri finansman ihtiyaçları hariç kredi talebinin zayıf seyredeceğini bekliyoruz.

Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)

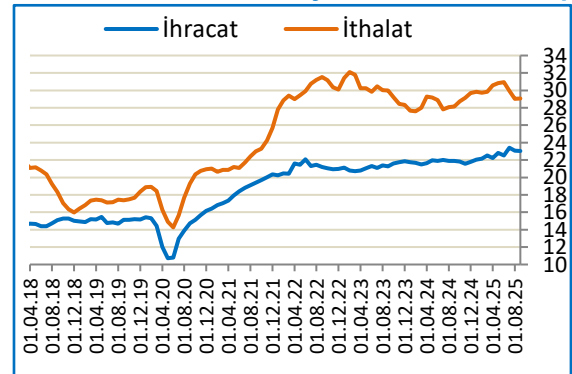


Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. İhracat ve ithalatta henüz belirgin bir eğilim değişikliği gözlenmemektedir.

Emek-yoğun bazı sektörlerde sorun gözlense de eylül ayı itibarıyla toplam ihracatın Avrupa'daki durgunluğa rağmen Türk lirasının değerlendirilmesinden fazla etkilenmediği ve ihracatta hafif artış olduğu, ithalatın ise hafif gerileme eğiliminde olduğu görülmektedir. Ancak, ihracat artış eğiliminin geçici olma ihtimali yüksektir. Nitekim ekim ayı verileri hafif zayıflamaya işaret etmektedir.

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

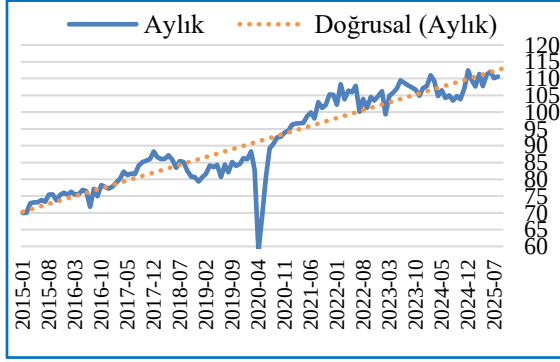


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

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

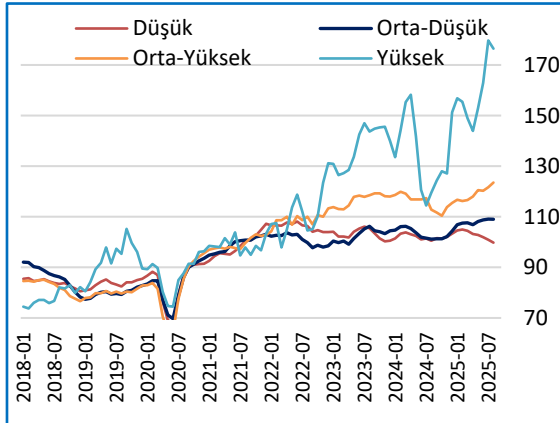
6. Sanayi üretimi ağustos ayı itibarı ile hafif potansiyelin altında olsa da güçlü seyrini korurken, imalat sanayi kapasite kullanımı ekim ayında hafif toparlanmış, ancak oldukça düşük gerçekleşmiştir. Sanayi üretimindeki beklenen belirgin gerilemenin olmaması, yüksek teknolojiye savunma sanayi üretiminin canlılığından kaynaklanmaktadır. Son dönemde, sanayi üretiminin yapısında da değişiklik gözlenmektedir. Yüksek teknolojiye sektörler güçlü üretimini sürdürürken, emek-yoğun düşük teknolojiye sektörlerde üretim azalmaktadır. Sanayinin ve ekonominin genelini daha iyi yansıtan kapasite kullanım oranı ise ekim ayında da düşük eğilimini sürdürmüştür. Bu çerçevede, ekonominin durgunlukta olduğu görüşümüzü koruyoruz.

Grafik 6.a: Sanayi üretim endeksi (2021=100 mevsimsellikten arındırılmış)



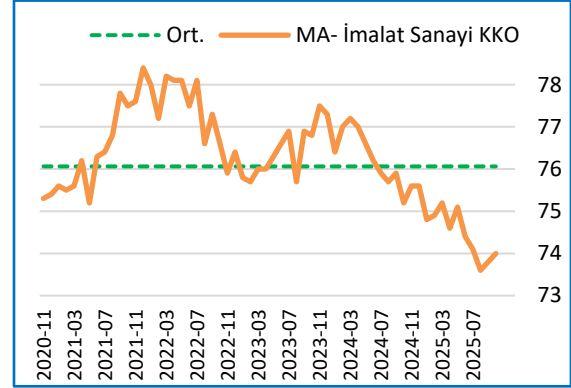
Kaynak: TÜİK

Grafik 6.b: Teknolojisine göre sanayi üretim endeksi (2021=100 mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TÜİK

Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)

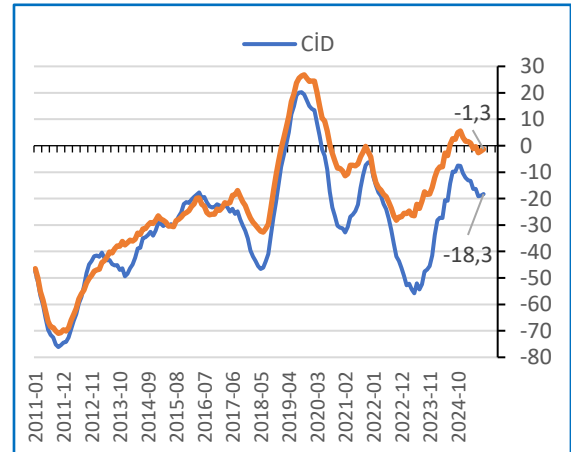


Kaynak: TCMB

7. Yıllık cari işlemler açığı sınırlı düzeyde seyretmektedir.

Ekonomideki kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı makul düzeydedir. Nitekim, son 12 aylık cari işlemler açığı ağustos ayında 18,3 milyar ABD doları gerçekleşmiştir. Türk lirasının önemli ölçüde reel değer kazanması ve ihracatın zayıf seyretmesi cari işlemler açığı üzerinde baskı oluştursa da faizlerin yükselmesi ve ekonominin yavaşlaması bu baskıyı sınırlayacak faktörler olacaktır. Bu çerçevede, yıllık cari işlemler açığının mevcut düzeylere yakın seyredeceğini öngörüyoruz.

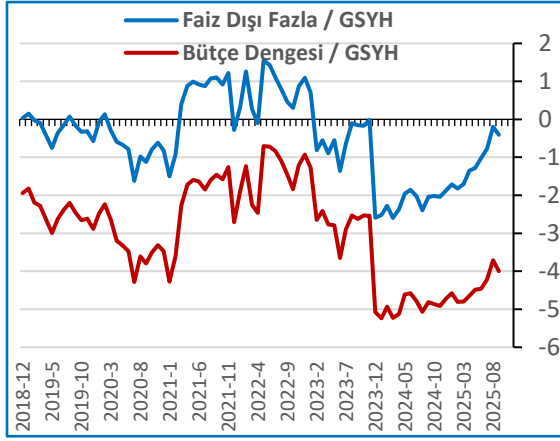
Grafik 7: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

8. Bütçe açığı yüksek düzeylerden hafif azalış eğilimine girmiştir. Yüksek bütçe açığı, enflasyonu düşürmek için olması gerekenden daha yüksek politika faizini gerektirmektedir. 2024 yılında GSYH'nın yüzde 4,9'u olarak gerçekleşen bütçe açığının 2025 yılı sonunda GSYH'nın yüzde 3'üne yakınsaması hedeflenmekteydi. Ancak, eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Programda bu hedef yüzde 3,6 olarak güncellenmiştir. Son aylarda iyileşen bütçe ile bu gevşetilen hedefin tutturulabileceğini düşünmekteyiz. Esasında, faiz dışı bütçe disiplinin önemli ölçüde iyileştiğinin, buna karşın yüksek faiz ödemelerinin toplam iyileşmeyi sınırladığının da altı çizilmelidir.

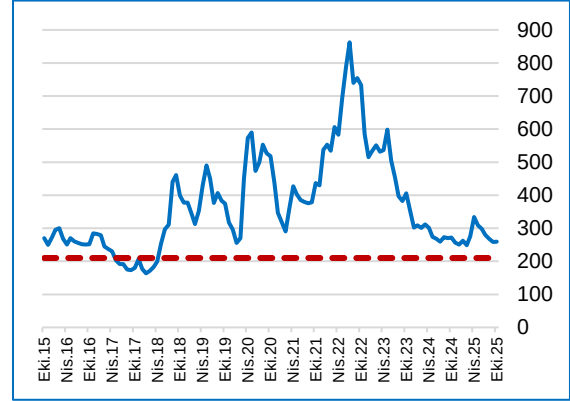
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Nisan 2025'ten itibaren düşüş eğilimine giren Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi, Eylül'de 258,7 baz puandan Ekim'de 259,8 baz puana sınırlı bir artış göstermiştir. Ay ortasında 272 baz puanın üzerine test eden CDS priminin CHP'nin kurultay iptali davasının reddedilmesiyle birlikte hızlı biçimde düşüşe geçmesi ve ay sonunda 246 baz puana kadar gerilemesi, iç siyasi gelişmelerin risk primi üzerindeki belirleyici etkisini bir kez daha ortaya koymuştur. Dış belirsizlikler ve jeopolitik riskler yüksek seyrini sürdürse de iç siyasi tansiyonun azalması yatırımcı algısında kısmi bir iyileşmeye yol açmıştır. CDS priminin tarihsel ortalaması olan 210 baz puan seviyesine yakınsaması için ise hem iç siyasi istikrarın pekişmesi hem de küresel risk iştahının güçlenmesi gerekmektedir.

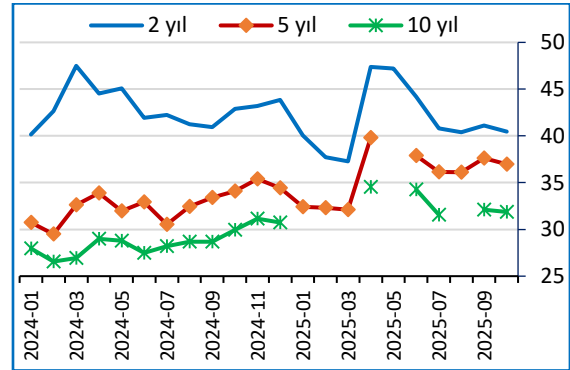
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

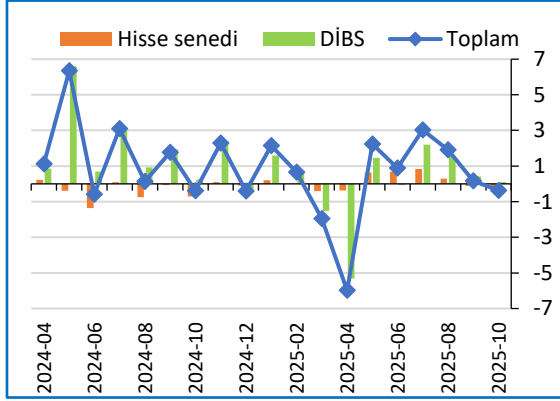
10. Hazine borçlanma faizleri oldukça yüksektir. 19 Mart sonrasında yatırımcıların yoğun satışlar sonrası oldukça yüksek düzeylere çıkan Hazine tahvil faizleri, piyasaların sakinleşmesi, TCMB faiz indirimi ve ilave indirim beklentilerinin devamı ile tekrar hafif düşmeye başlasa da yüksek düzeylerde seyretmektedir. Mevcut durumda, yüksek faizler, yüksek bütçe açığının en temel nedenidir.

Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



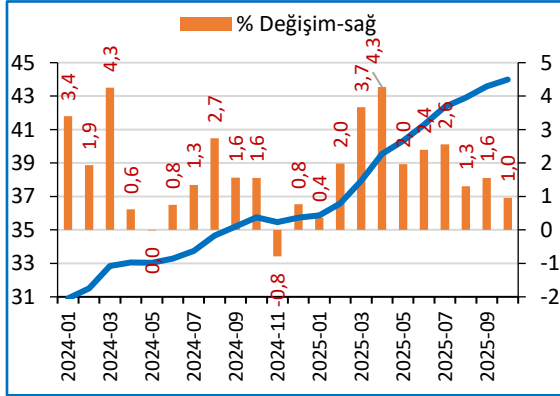
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yabancıların portföy hareketleri sınırlı ve oynak bir seyir izlemektedir. Türkiye'nin temmuz ayında artan kredi notu ve kısmi iyileşen beklentilere rağmen, yabancı portföy girişlerinin sınırlı olması, eylül ve ekim aylarında iç siyasi gerginlikler nedeniyle çıkışların da gözlenmesi yabancıların hala siyasi gelişmeler başta, olası riskleri dikkate aldıklarına ve Türkiye piyasalarına oldukça temkinli yaklaştıklarına işaret etmektedir.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

Kaynak: TCMB

12. TCMB, eylül ve ekim aylarında tekrar döviz satmaya başlamıştır. TCMB, mart ayı ve sonrasındaki kur artışlarının enflasyona yansımalarını dikkate alarak ağustos ayından itibaren kur artışlarını yavaşlatmıştır. Özellikle eylül ayından itibaren TCMB sınırlı da olsa döviz satarak, enflasyonist etkileri azaltmak amacıyla kurlarda sınırlı artışı hedeflemektedir. TCMB'nin önümüzdeki dönemde de aylık sepet kur artışını yüzde 1,5'in altında tutması gerekmektedir. Aksi halde enflasyon eğilimindeki bozulmanın düzeltilmesi zorlaşacaktır.

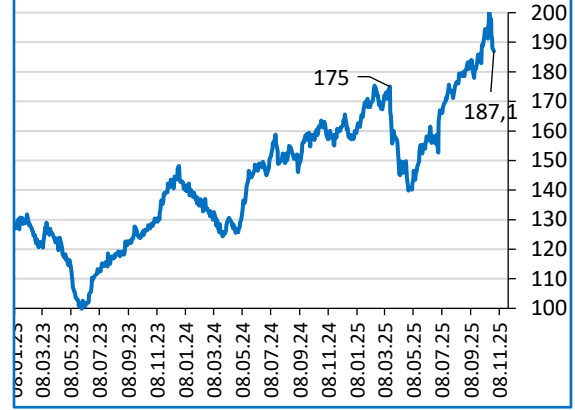
Grafik 12: Sepet kur (TL) ve değişimi (%)

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

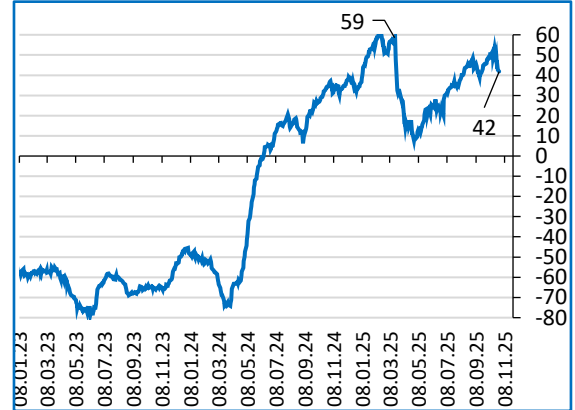
Not: Sepet kur, yüzde 67 ABD doları ve yüzde 33 Euro'dan oluşmaktadır.

13. TCMB döviz rezervleri, altın fiyat artışı kaynaklı belirgin artsa da altın fiyat etkisi hariç azalış eğilimine girmiştir. TCMB brüt döviz rezervleri, son dönemde 19 Mart öncesi düzeyi geçmiştir. Rezervlerin güçlü oluşu ve yüksek faizler, TCMB'nin kur istikrarını devam ettirebileceği algısını desteklemektedir. Ancak, net rezervlerdeki artış altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Altın fiyat etkisi

hariç tutulduğunda, esasında TCMB brüt ve net rezervleri, eylül ve ekim aylarındaki toplam tahminen yaklaşık 15 milyar ABD dolarlık döviz satışına bağlı olarak belirgin azalmaktadır.

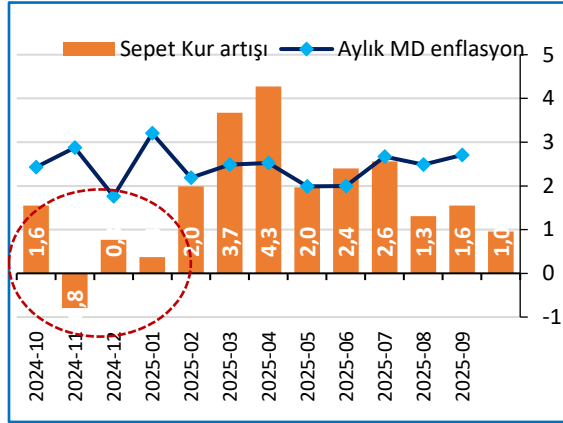
Grafik 13.a: Brüt döviz varlıkları (milyar USD)

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

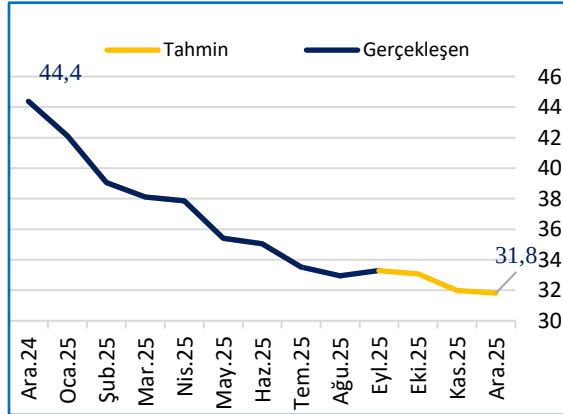
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. Mart-temmuz döneminde yüksek seyreden kurlar enflasyona kısmen olumsuz yansımıştır. Mevsimsellikten arındırılmış enflasyon eğilimi temmuz-eylül döneminde ortalama %2,6 civarında gerçekleşmiştir. Ekim ayında da mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun %2'nin belirgin üzerinde gerçekleşmesi muhtemeldir. Söz konusu oranlar çok yüksektir ve yüzde 30 civarı yıllık enflasyon eğilimi ima etmektedir. Nitekim, TCMB ağustos ayından itibaren kur artış hızını yavaşlatmıştır. TCMB'nin itibarlı faiz indirimleri için mevsimsellikten arındırılmış enflasyon eğiliminin yüzde 2'nin altına inmesi gereklidir. Aksi halde, 2026 yılı için yüzde 16 olan hedefe ve mevcut yüksek enflasyon eğilimine rağmen yapılan faiz indirimlerinin itibarı olmayacak, kur baskısını artırabilecektir.

Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

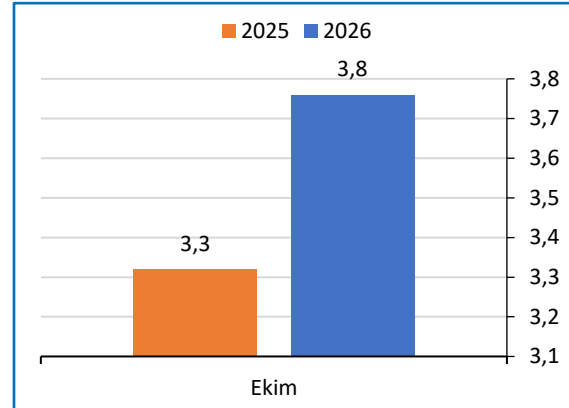
15. Eylül ayı yüksek enflasyonu ve ekim ayındaki öncü göstergeler, enflasyonun yıl sonunda yüzde 32 civarında gerçekleşebileceğini ima etmektedir. Dolayısıyla son 2-3 aylık dönemde özellikle gıda ve eğitim fiyatları kaynaklı olarak enflasyon görünümü önemli ölçüde bozulmuştur. Piyasalar da yıl sonu enflasyon beklendiğini ekim ayında yüzde 29,9'dan yüzde 31,8'e çıkartmıştır.

Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)

Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar, ekonomide belirgin yavaşlama beklememektedir. Piyasalar 2025 yılında yüzde 3,3, 2026 yılında ise yüzde 3,8 büyüme beklemektedir. Temmuz ve ağustos ayı sanayi üretim endeksi rakamları, mevcut parasal sıkılığın 2025 yılında yüzde 3'ün altında bir büyümeye yol açabileceğine yönelik önceki düşüncemizi desteklememektedir. Dolayısıyla, 2025 yılı büyümesinin yüzde 3 civarı olabilecek gözükmemektedir. Söz konusu büyüme oranlarının, Türkiye'nin yüzde 4,7 olan tarihsel büyüme oranlarının oldukça altında olduğunun,

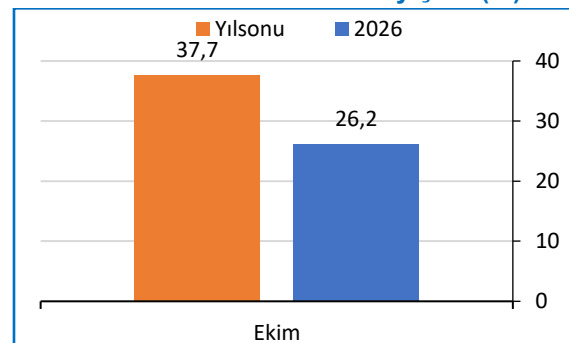
ekonomide belirgin bir yavaşlama anlamına geldiğinin altı çizilmelidir.

Grafik 16: 2025 yılı büyüme beklendiği (%)

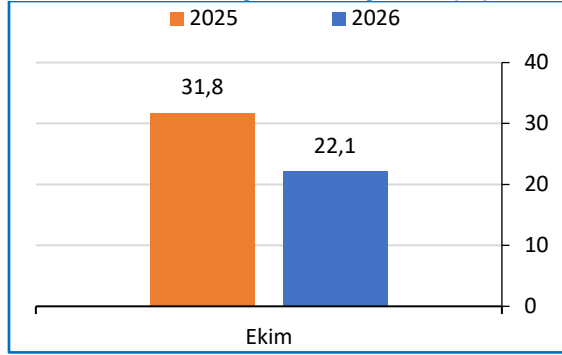
Kaynak: TCMB

17. Piyasalar, TCMB'nin faiz indirimine devam edeceğini tahmin etmekte, buna karşın enflasyon beklendiği bozulmaktadır.

Piyasalar, faiz indirimlerinin devam edeceğini, önceki beklentilere göre artsa da politika faizinin yıl sonunda yüzde 38 düzeyine, 2026 sonunda ise yüzde 26 civarına gerileyeceğini düşünmektedir. Ancak, mevcut gelişmeler çerçevesinde, piyasaların mevcut faiz indirim beklentilerinin oldukça iyimser olduğunu, enflasyonda belirgin düşüş olmadıkça, aralık ayında faiz indirimi olmayabileceğini, 2026 yılında da indirimlerin piyasa beklentilerine göre çok daha sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz. Zira, piyasaların enflasyon beklentileri de gittikçe bozulmaktadır. Nitekim, 2026 yılı enflasyon hedefi yüzde 16 iken, piyasaların beklendiği yüzde 22'ye yükselmiştir.

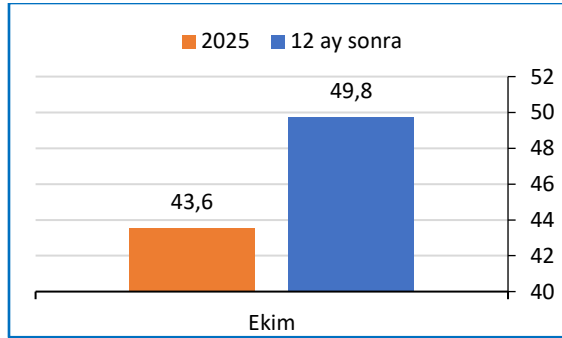
Grafik 17.a: Politika faizi beklendiği (%)

Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)

Kaynak: TCMB

18. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yaklaşık yüzde 1,5'e yakın artış beklemektedir. TCMB'nin enflasyonu 2026 yılında yüzde 20'ye yakınsatabilmesi için aylık kur artışlarının yüzde 1,5'in altında kalması gerekmektedir. Ancak, beklentilerin ve güvenin bozulması halinde kurlarda ilave baskının devam etme olasılığı da bulunmaktadır.

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

Kaynak: TCMB

SONUÇ

6. Mevcut son gelişmeler çerçevesinde;
 - a. Ekonomik aktivite, savunma sanayi hariç, durgunlukta gözükmemektedir.
 - b. Politika faizi ve kredi faizleri oldukça yüksektir; maliyetleri ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir.
 - c. TCMB, kur artışlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini dikkate alarak, aylık kur artış oranını ağustos ayından itibaren azaltmıştır.
 - d. TCMB döviz rezervleri oldukça güçlüdür, ancak düşen faizler ve iç siyasi gerginlikler nedeniyle oluşan döviz talebi nedeniyle, altın fiyatları hariç rezervler eylül ayından başlayarak azalış eğilimine girmiştir.
 - e. Temmuz-eylül dönemi enflasyon eğilimi ve ekim ayı öncü göstergeleri, enflasyondaki görünümün bozulduğuna işaret etmektedir.
 - f. Sayılan bu koşullar TCMB'nin ilave faiz indirimini desteklememektedir.
 - g. Mevcut eğilimler dikkate alındığında 2025 yıl sonu enflasyonun yüzde 30'un üzerinde olacağını, 2026 yılı enflasyonun ise yüzde 16 olan enflasyon hedefine yakınsama bir yana, yüzde 20'ye yakınsamasının dahi güçleştiğini düşünüyoruz.
 - h. Bu şartlara karşın, piyasalar, TCMB'nin faiz indirimlerine aralık ayında ve sonrasında devam edeceğini öngörmektedir. Zira piyasalar, TCMB'nin enflasyonda ödün vereceğini düşünmeye başlamıştır.
 - i. Piyasaların faiz indirimlerinde iyimser olduğunu, mevcut olumsuzluklar ve riskleri dikkate alarak TCMB'nin faiz indirimlerinde daha temkinli olması gerektiğini düşünüyoruz. Aksi halde, ilerleyen süreçte kur baskısının artma olasılığı yükselebilecektir.
 - j. Diğer yandan, faiz indirim süreci kredi faizlerine de önemli ölçüde yansımıştır. Ancak, reel faizler yüksek düzeyini önemli ölçüde koruyacaktır. Belirsizliklerin ve reel faizlerin yüksek seyri iç talebin zayıf seyrini sürdürmesine yol açabilecektir.
 - k. Dolayısıyla, 2025 yılının kalan döneminde hem krediye uygun koşullarla erişimdeki zorlukların, hem de olası iç talep azalışının reel sektörü olumsuz etkileyeceğini, büyümenin tahminlerin hafif altında kalabileceğini ve enflasyonun yüzde 30'un üzerinde gerçekleşeceğini değerlendiriyoruz.