

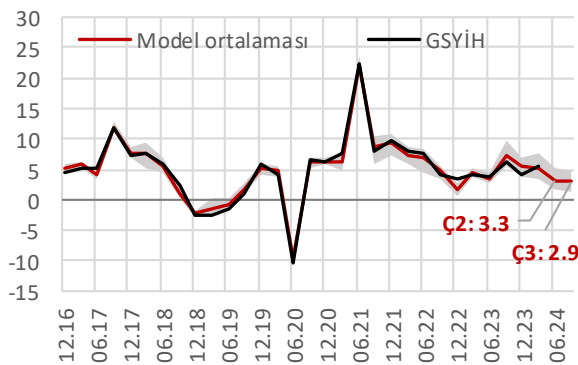
Makro: TCMB faizi sabit bıraktı, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskler ile beklentiler ve fiyatlama davranışlarının karar alma sürecinde artan önemine vurgu yaparak şahin duruşunu korudu

TCMB, ağustos ayında politika faizini beklentilere paralel olarak %50'de sabit tuttu. Karar metnini genel olarak, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri öne çıkaran şahin bir metin olarak değerlendiriyoruz. Metin de verilen temel mesajı **"faiz indirimini değerlendirmek için henüz erken"** şeklinde okuyoruz.

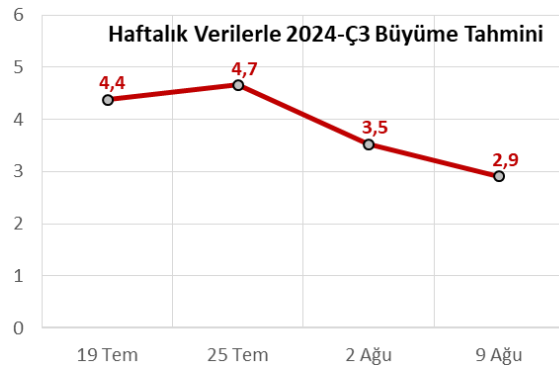
Öne çıkan mesajlar ve değerlendirmelerimiz şu şekilde:

- **TCMB politika duruşuna dair aşağıdaki ifadelerle geleceğe dönük şahin duruşunu ve sıkılaştırma yanlılığını korudu.**
 - "Kurul, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurarak politika faizinin sabit tutulmasına karar vermekle birlikte, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu yinelemiştir."
 - "Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı para politikası duruşu sürdürülecektir."
 - "Enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası duruşu sıkılaştırılacaktır."
- **"Parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir."** cümlesi metinden çıkarıldı.
 - Bu değişiklik, parasal sıkılaştırma aracılığıyla krediler ve iç talepte gözlenen yavaşlamanın TCMB'nin öngörülerıyla uyumlu seyrettiği anlamını taşıyor.
- **"Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler yurt içi talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyonist etkisinin azaldığına işaret etmektedir."**
 - Talep koşullarındaki yavaşlamanın devam ettiği belirtilerek çıktı açığının enflasyon raporunda öngörüldüğü şekilde ([Makro not: 2024-III Enflasyon Raporu](#)) aşağı yönlü hareketini sürdürdüğü belirtilmiş. Bununla birlikte, toplam talep koşullarının dezenflasyonist düzeylere gerilediği şeklinde güvercin bir iletişimden kaçınılmış.
 - Haftalık verilerle ürettiğimiz "nowcast"ler TCMB'nin bu değerlendirmesiyle uyumlu bir görünüm ortaya koyuyor. 9 Ağustos haftasına ait verilerle yıllık büyümenin Ç2'deki %3,3'ün ardından Ç3'te %2,9'a gerilediği görülüyor (Grafik 1). Bu iki rakam, Ç1'in ardından iki çeyrek üst üste ılımlı daralma ima ediyor. Bu verileri kredilerle birlikte değerlendirdiğimizde toplam talep koşullarının Ç3'te dezenflasyonist düzeylere geri leyeceğini tahmin ediyoruz (negatif çıktı açığı).

Grafik 1. GSYİH Büyümesi (yıllık, %)

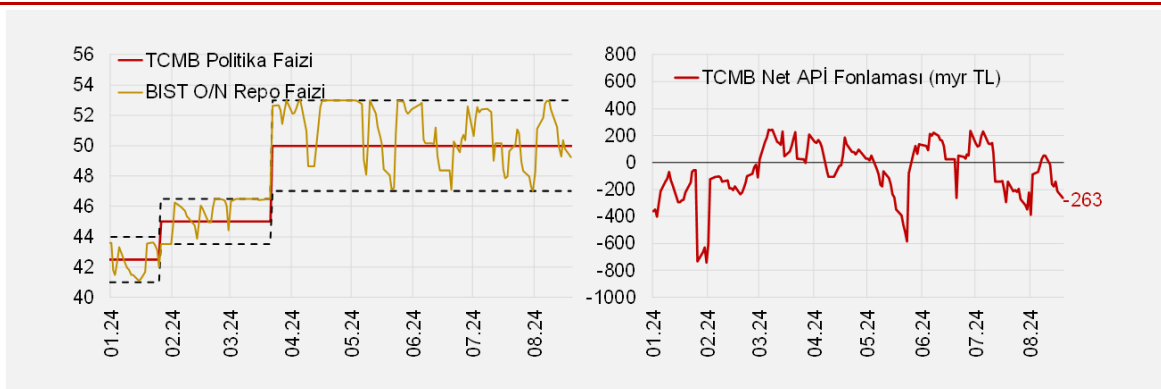


Kaynak: TÜİK, Akbank



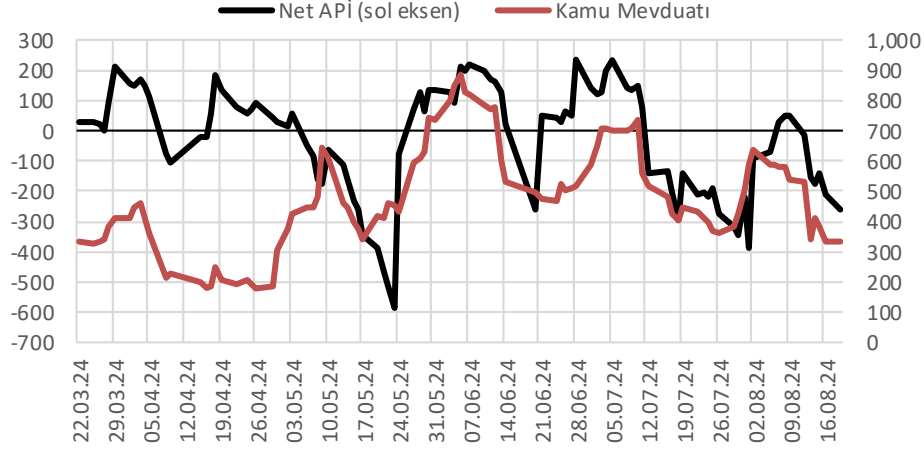
- TCMB'nin, ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya (çıktı açığının seviyesine) dair çok güçlü bir ifade kullanmamasını **parasal duruşun enflasyon önceliğiyle belirlendiği ve belirleneceğinin** altını çizmek açısından önemli ve şahin duruşu destekleyen bir ifade olarak değerlendiriyoruz.
- **"Hizmet enflasyonundaki yüksek seyir ve katılık, enflasyon beklentileri ve jeopolitik gelişmeler enflasyonist riskleri canlı tutmaktadır."**
 - "Enflasyonist baskıları canlı tutmaktadır" ifadesinin "enflasyonist riskleri canlı tutmaktadır" şeklinde değiştirilmesini yukarı yönlü risklere vurgu yapan bir söylem olarak görüyoruz. Nitekim enflasyon raporunda tahmin bandının daraltılmamasının gerekçesi olarak da yukarı yönlü risklerin iletişimi yapılmıştı.
 - Metne yeni giren "Mal enflasyonu düşerken hizmet enflasyonundaki iyileşmenin gecikmeli olacağı değerlendirilmektedir." ifadesi de hizmet enflasyonu kaynaklı riskleri vurgulayan bir diğer ifade.
- **"Kurul, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının öngörüler ile uyumunun dezenflasyon süreci açısından görece önemini arttırdığını vurgulamıştır."**
 - Talep koşulları zayıflıyor olsa da davranışsal olarak enflasyonun öngörülenden daha güçlü bir katılık sergileyebilme ihtimalinin öne çıkarılması önemli. TCMB bu ifadeyle, önümüzdeki dönem karar alma sürecinde beklentilerin (hem seviye hem dağılım itibarıyla) daha yakından takip edileceğine dair piyasaya rehberlik ediyor. Faiz indirim(ler)inin zamanlaması da bu alanda görülecek somut iyileşmelere koşullanmış oluyor.
- **TCMB'nin likidite yönetimi ve makroihtiyati adımlara yönelik mevcut tedbir setini şu anda yeterli gördüğü ve çeşitlendirme kapsamında ilave bir adım atmayı planlamadığı anlaşılıyor.**
 - "Likidite koşulları muhtemel gelişmeler göz önünde bulundurularak yakından izlenmektedir."
 - "Sterilizasyon araçları, gerektiğinde çeşitlendirilerek etkin şekilde kullanılacaktır." ifadesi "Sterilizasyon araçları, etkin şekilde kullanılmaya devam edilecektir." şeklinde güncellenmiştir. TCMB çeşitlendirme kapsamında geçen ay ters SWAP işlemleri yapmaya başlarken, geçtiğimiz günlerde de likidite sterilizasyonu için Takasbank para piyasasında gecelik vadede kendi borç alma faiz oranından alış emri girerek işlem yapmaya başlamıştı.
 - Geçtiğimiz bir aylık dönemde net APİ fonlaması dalgalı bir seyir izlerken (son 5 iş günü ortalama: -190 milyar TL), BIST gecelik repo faizi %50'ye yakın seyrediyor (Grafik 2).
 - Son dönemdeki likidite fazlasının kalıcılığına dair net sinyaller bulunmuyor. Özellikle Mayıs ayından itibaren kamu mevduatındaki hareketlerin likidite gelişmelerinin önemli bir belirleyicisi olduğu görülüyor (Grafik 3). Son günlerde kamu mevduatının personel maaş ödemeleri, vb. sebeplerle dönemsel düşüşünü (8 Ağustos: 581 milyar TL -> 19 Ağustos: 333 milyar TL) göz önüne aldığımızda mevcut likidite fazlası acil bir sterilizasyon ihtiyacı oluşturacak boyutta görünmüyor. Ayrıca geçtiğimiz Cuma itibarıyla yeni ZK tesis dönemine girilmesi de likiditenin çekilmesine ilave katkı yapacak.

Grafik 2. Gecelik Faiz ve Net APİ Fonlaması



Kaynak: TCMB

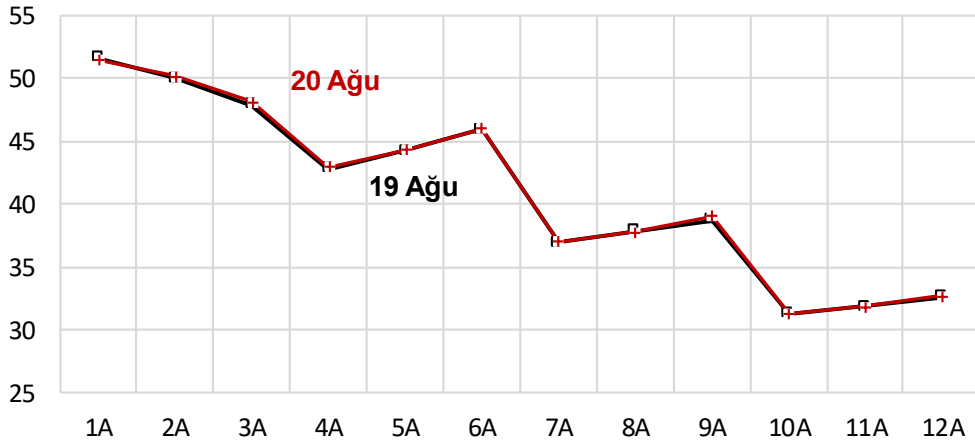
Grafik 3. Kamu Mevduatı ve Net APİ Fonlaması (milyar TL)



Kaynak: TCMB

- PPK kararı sonrası OIS eğrisinde kayda değer bir değişiklik olmadı (Grafik 4).

Grafik 4. Politika Faizi Beklentisi: OIS Eğrisi



Kaynak: Bloomberg

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonmik.arastirmalar@akbank.com

Çağrı Sarıkaya– Baş Ekonomist

Cagri.Sarikaya@akbank.com

Çağlar Yüncüler

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Alp Nasır

Alp.Nasir@akbank.com

YASALUYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ'nin herhangi bir taahhüdünü içermeydiğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Akbank T.A.Ş., Ak Yatırım A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler “yatırım danışmanlığı” hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamındadır; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iş bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geçmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında genel olarak düzenlendiğinden, kişiye özel rapor, yorum ve tavsiyeler içermeydiğinden mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

