

Makro: TCMB politika faizini %46'ya çekti ve haziran toplantısına kadar yukarı yönlü esneklik sağladı

TCMB, nisan ayında politika faizini 350 baz puan artışla, mart ayındaki ara toplantıda gecelik borç verme faizi olarak belirlediği %46'ya yükseltti. Gecelik borç verme faizi %46'dan %49'a, gecelik borç alma faizi ise %41'den %44,5'e yükseltildi. Böylelikle TCMB haziran toplantısına kadar kendisine ilave sıkılaştırma yönünde esneklik sağlayacak bir adım atmış oldu. Ayrıca TCMB mart ayında ara verdiği 1 hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlayacağını duyurdu. Mart ayı ortasından bugüne finansal piyasalarda yaşanan yurt içi ve yurt dışı kaynaklı gelişmeler ve bu gelişmelerin yerleşiklerin döviz talebi, sermaye hareketleri ve TCMB rezervlerine etkisini göz önüne aldığımızda, faiz artışı kararında enflasyon görünümünden ziyade rezervlerdeki belirgin düşüşün belirleyici olduğunu düşünüyoruz. Nitekim ithalat fiyatları ve toplam talep koşulları bakımından şimdilik dezenflasyonist görünen küresel gelişmelere karar metninde güçlü bir atıf yapılmadı; enflasyon görünümüne dair temkinli bir iletişim yapıldı.

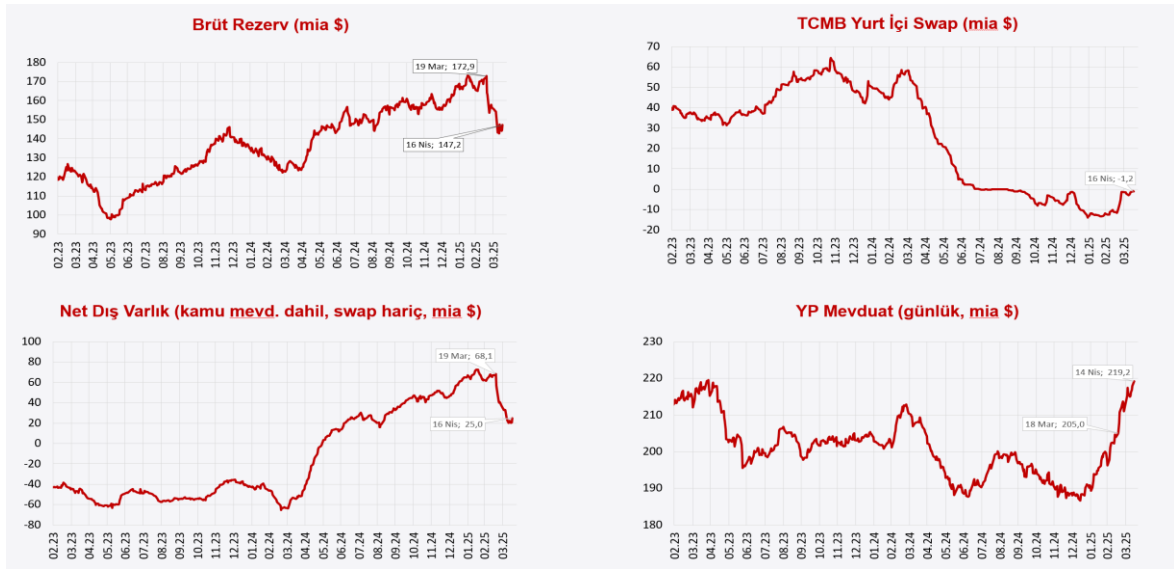
Önümüzdeki dönemde 1 hafta vadeli repo ihalelerinin miktarı ağırlıklı ortalama fonlama faizinin hangi düzeyde oluşacağı konusunda belirleyici olacak. Koridor üst bandına yakın bir fonlama faizi mevduat faizlerinde ilave artış getirebilir. Belirsizliklerin yüksek olduğu bir dönemde TCMB'nin bir süre üst banda yakın bir fonlama tercih edeceğini ve likidite politikasını buna göre şekillendireceğini tahmin ediyoruz. Bu kapsamda API'yle sağlanacak likiditenin ilk etapta büyük miktarlarda olmasını beklemiyoruz. İç ve dış piyasadaki koşullar elverdiği ölçüde zaman içerisinde fonlama faizinin politika faizine yakınsaması, akabinde ise faiz indirimlerinin yeniden başlaması mümkün. Özetle, tartışmak için henüz erken olmakla birlikte, faiz indirimleri başlamadan önce AOFF'nin politika faizine yakınsatılması önemli bir öncü gösterge olacak.

Öne çıkan mesajlar ve değerlendirmelerimiz şu şekilde:

Karar Öncesindeki Görünüm:

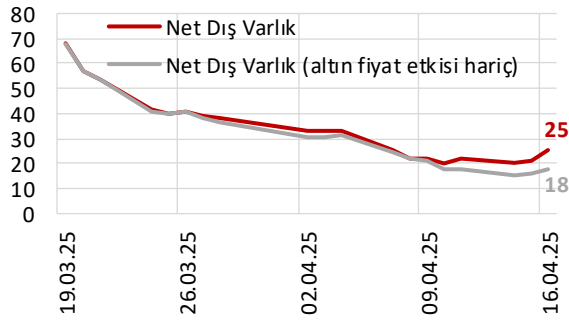
- **TCMB, 19 marttan bu yana döviz piyasasında satıcı konumundaydı.**
 - 19 Mart – 15 Nisan arasında TCMB net dış varlıkları (swap hariç, kamu mevduatı dahil) 43 milyar \$ düşüşle 68 milyar \$'dan 25 milyar \$'a geriledi (Grafik 1).
 - Aynı dönemde brüt rezervler 173 milyar \$'dan 147 milyar \$'a indi (26 milyar \$ düşüş).
 - Yabancı çıkışı kaynaklı tahmini döviz satışı (≈ 2 myr \$ hisse, ≈ 8 myr \$ devlet tahvili, ≈ 15 myr \$ swap, $\approx 8-9$ myr \$ repo) yaklaşık 34 milyar \$.
- **Altın fiyat etkisi düzeltilmiş net dış varlıklar 18,0 milyar \$ ile manşet rakamdan daha düşük.**
 - 18 marttan bu yana altın fiyatlarındaki yükselişin rezervlere katkısı ≈ 7 milyar \$ (Grafik 2).
 - Değerleme etkisiyle rezervlerde altının payı %50'nin üzerine çıktı (Grafik 3).
- **Yurt içi yerleşiklerin dolarizasyon eğilimi devam ediyor (Tablo 1).**
 - DTH stoku 14 Nisan itibarıyla 219,2 milyar \$ ile 18 marttan bu yana 14,2 milyar \$ arttı.
 - Artışın 7,6 milyar \$'ı gerçek kişilerden, 6,6 milyar \$'ı tüzel hesaplardan kaynaklandı.

Grafik 1. Dolarizasyon ve Rezervler



Kaynak: TCMB, BDDK, Akbank

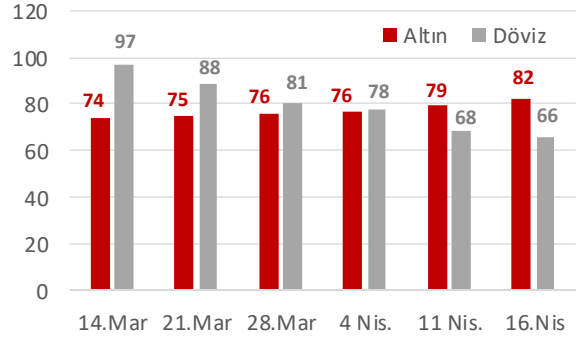
Grafik 2. Net Dış Varlık (swap hariç, myr \$)



Not: Fiyat etkisi, altın fiyatının 18 Mart tarihindeki seviyesinde sabit kaldığı varsayımı altında hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB, Akbank

Grafik 3. TCMB Rezerv Kompozisyonu (myr \$)



Not: 16 Nisan verisi Akbank tahminidir.

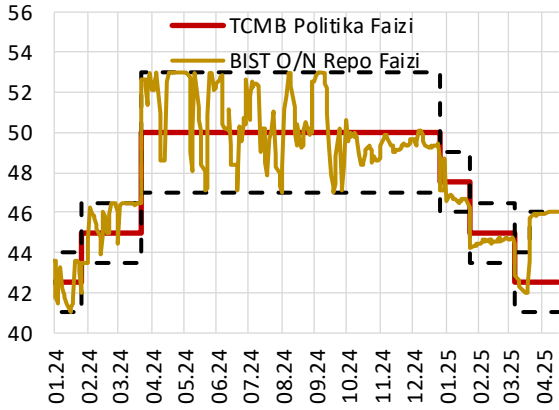
Kaynak: TCMB, Akbank

Tablo 1. Döviz Mevduat Stoku (milyar \$)

	Toplam	Gerçek Kişi	Ticari
18.03.2025	205,0	130,8	74,2
25.03.2025	212,8	132,8	80,0
2.04.2025	215,2	135,3	79,9
7.04.2025	215,0	134,3	80,7
8.04.2025	215,2	134,1	81,1
9.04.2025	216,1	134,9	81,2
10.04.2025	216,9	136,4	80,5
11.04.2025	218,0	138,3	79,6
14.04.2025	219,2	138,3	80,8
Toplam Değişim	14,2	7,6	6,6

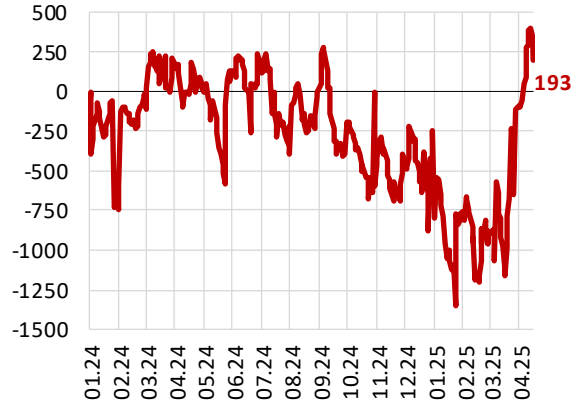
- Bu gelişmeler sonrasında piyasada oluşan TL likidite açığı kredi ve mevduat fiyatlamaları açısından finansal koşulları sıkılaştırdı. BIST gecelik repo faizi TCMB borç alma faizi olan %46'ya yükselirken, net API 193 milyar TL'ye ulaştı (Grafik 4 ve 5).

Grafik 4. Faizler (%)



Kaynak: BDDK, Akbank
Son veri: 16 Nisan 2025

Grafik 5. TCMB Net APİ Fonlaması (milyar TL)



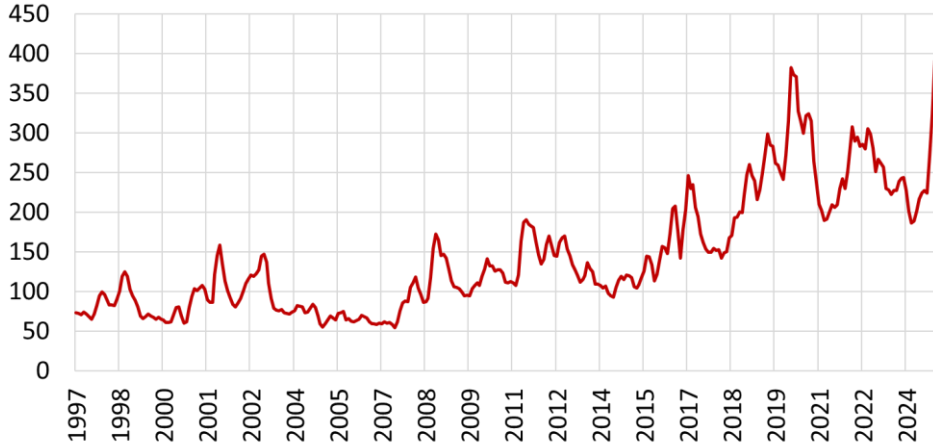
Kaynak: TCMB

Karar Metni:

- “Enflasyonun ana eğilimi mart ayında gerilemiştir. Aylık temel mal enflasyonunun finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle nisan ayında bir miktar yükseleceği, hizmet enflasyonunun ise görece yatay seyredeceği öngörülmektedir.”
 - Tüketici enflasyonu mart ayında aylık %2,5 yıllık %38,1 olurken, enflasyon eğilimi bir önceki aya göre iyileşti ([Makro: Enflasyon Gelişmeleri – Mart 2025](#)). TÜİK’e göre mevsimsellikten arındırılmış TÜFE aylık fiyat artışı %2,6 (önceki %2,3). Aylık enflasyonun yükselişinde Ramazan ayı etkisiyle gıda fiyatlarında gerçekleşen kuvvetli artış etkili oldu.
 - TCMB tarafından yakın dönemde yayınlanan bir çalışmada mart TÜFE üzerindeki Ramazan kaynaklı ilave enflasyonist etki 0,5 puan olarak hesaplandı ([TCMB Blog: Ramazan Ayı ve Gıda Enflasyonu](#)). Ramazan etkisi hariç tutulduğunda enflasyon eğilimi iyileşmeye devam etti. Nitekim, çekirdek B ve C göstergelerinde aylık artış sırasıyla %1,9 ve %2,2 ile daha sınırlı kalırken, kendi hesapladığımız dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış enflasyon oranları aylık %1,9 ve %2,0 ile son dönemin en düşük seviyelerine geriledi.
 - Mart ayı göstergelerinin yönü ve genel gidişatı olumlu görünse de yurt içindeki gelişmelerin döviz kuru ve beklentilere yansımaları ile enerji fiyat ayarlamalarının nisan ve mayıs aylarında enflasyon eğilimini yeniden yükselteceğini öngörüyoruz. Nisan aylık enflasyonuna ilişkin model tahminlerimiz %2,7-3,3 arasında, baz tahminimiz %3,1 (mevs. ard. %3,0 ; yıllık %37,9).
- “Öncü veriler yurt içi talebin ilk çeyrekte ivme kaybetmekle birlikte öngörülenin üzerinde seyrettiğini ve enflasyonu düşürücü etkisinin azaldığını ima etmektedir.”
 - İlk çeyrekte kredilerde gözlenen belirgin ivmelenme ve mali duruştaki genişletici seyrin iktisadi faaliyeti desteklediğini düşünüyoruz. Bizim de yüksek frekanslı göstergelerle oluşturduğumuz tahmin modellerimiz 2024 yılı son çeyreğindeki momentumun 2025 ilk çeyreğine taşınmış olabileceğine işaret ediyor.
 - Bu görünüm altında mal/hizmet, kredi ve işgücü piyasalarından gelen bilgileri toplulaştırarak oluşturduğumuz çıktı açığı göstergesi, talep koşullarının dezenflasyonist düzeylerde olmayabileceğine işaret ediyor ([Makro: GSYİH Gelişmeleri – 2024C4](#)). Nitekim karar metnindeki iletişim de talep koşullarının enflasyona verdiği düşüş yönlü destek (negatif çıktı açığının büyüklüğü) konusunda daha temkinli bir değerlendirme içeriyor.
- “Küresel ticarette artan korumacı eğilimlerin küresel iktisadi faaliyet, emtia fiyatları ve sermaye akımları kanalıyla dezenflasyon sürecine olası etkileri yakından takip edilmektedir.”
 - TCMB bu cümleyle, son dönemdeki gelişmeleri yakından takip edeceği mesajını vermektedir.

- Son dönemdeki küresel gelişmelerin Türkiye ekonomisine aktarımının temelde dört kanaldan gerçekleşmesi beklenebilir: (i) Küresel büyüme ve dış talep, (ii) emtia fiyatları, (iii) döviz kurları, (iv) belirsizlik/güven.
- Küresel eğilimler doğrultusunda ilk iki kanalın enflasyona düşüş yönü katkı yapmasını bekliyoruz. Nisan kararıyla birlikte döviz kuru ve iç talep kanallarının da dezenflasyona destek vereceğini öngörüyoruz.

**Grafik 6. Ekonomi Politika Belirsizliği
(endeks, üç aylık hareketli ortalama)**



Kaynak: Davis, Steven J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty," Macroeconomic Review, October. <https://www.policyuncertainty.com/>

- İç ve dış finansman koşullarındaki sıkışmanın yanı sıra ticaret ve belirsizlik kanalları üzerinden büyümenin ikinci çeyrekte itibaren zayıflayacağını tahmin ediyoruz. Ekonomi politikalarına dair belirsizliğin tarihi yüksek seviyelere tırmanarak Trump'ın ilk döneminin de üzerine çıkması, küresel ölçekte yatırım ve tüketim kararlarını olumsuz etkileyecektir (Grafik 6).
- IMF tarafından yapılan analizlere göre ABD'nin tarifeleri %20 artırması durumunda 2026 sonuna kadar milli gelirdeki birikimli kaybın küresel ekonomide %1,0; ABD'de %2,0, Euro bölgesinde %1,2; Çin'de %1,0'e ulaşacağı tahmin edilmektedir. Çeşitli merkez bankaları ve yatırım bankaları tarafından yapılan tahminler, misilleme (retaliation) senaryoları için iki yıllık sürede birikimli büyümenin Euro bölgesinde 0,4-1,2 puan; Almanya'da 1,2-2,4 puan; ABD'de 1,2-1,6 puan daha düşük olacağına işaret etmektedir. Bununla birlikte, yüksek tarifelerin ve olası misillemelerin piyasa güvenini daha da sarsarak doğrusal olmayan bir şekilde daha derin bir yavaşlamaya yol açabileceği not edilmelidir.
- **"Enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda para politikası araçları etkili şekilde kullanılacaktır" duruşu sıkılaştırılacaktır"**
 - TCMB bu ifade değişikliği ile gerektiğinde daha fazla sıkılaşma adımı atabileceği sinyali vererek şahin bir duruş sergilemektedir.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Çağlar Yüncüler - Müdür

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Sercan Pişkin

Sercan.Piskin@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 içermeyiştir. 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 içermeyiştir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

