

Haftanın sonuna geliyoruz, sağlıklı ve huzurlu bir gün dileriz.

- Günün en önemli gelişmesi TCMB'nin yılın ikinci enflasyon görünümü sunumuydu. MB hedeflenen enflasyon oranlarını değiştirmeyerek 2025, 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla 24% 12% ve 8% düzeyinde sabit tuttu. Tabi her bir enflasyon hedefinin alt ve üst bandı olmak üzere bir tahmin koridoru söz konusu, 2025 yılı için orta noktası 24% olmak üzere enflasyon hedefi koridorunun üst bandı 29% ve alt bandı ise 19% seviyesinde. Toplantı hakkındaki  zet bilgilendirmeye şu anda yetinirken hem bu toplantı hem de genel olarak enflasyon üzerine daha geniş bir değerlendirmemizi sizler ile ayrıca paylaşacağız.
- Hazine d n gerçekleştirdiği dolar cinsi 7 yıl vadeli tahvil ihracında (hazinenin borçlanması) 2 milyar dolar borçlanma sağlarken faiz oranı 7,45% seviyesinde gerçekleşti. Bu faiz oranının içinde CDS primi (tahvillerin ödenememesi ihtimaline karşın ödenen sigorta primi) dahil. 5 yıllık CDS primimiz 19 Marttan sonra 380bp seviyesine kadar yükseldikten sonra şu sıralarda 297bp düzeyinde, CDS primimizin düşmesi hem kamunun hem de özel sektörün yurtdışı borçlanma maliyetlerini d ş r ken daha önce ihraç edilen döviz cinsi tahvillerin (eurobondlar) fiyatlarının artmasını sağlıyor.
- TCMB mayıs ayı mevsimsellikten arındırılmış reel kesim güven endeksi verisini bir önceki aya göre 2,2% azalışla 98,6 olarak açıkladı. 100 eşik değerin altı güven kaybına işaret ederken üstü ise g vendeki artışı göstermekte. Mayıs ayı verisi Ağustos 2024'den sonraki en düşük seviyesinde. Çok sıkı para politikasının devam ettiği bu dönemde verinin daha kötü gelmemesi sevindirici.
- TCMB mayıs ayı mevsimsellikten arındırılmış ( alışılan gün sayısı ve mevsimin etkilerinin düzeltilmesi) kapasite kullanım oranı önceki aya göre 0,5 puanlık artışla 75,1%e yükseldi. Bir önce maddede yaptığımız yorum bu madde için de geçerli. Sanayicilerimizin bunca zorluğa rağmen çok iyi iř çıkardıklarını izliyoruz.
- Küresel gelişmelere geçelim.

- Opec+ üyelerinin hazirandaki toplantısında yeni bir arz artışına gidebileceğine dair haberler ile petrol fiyatları (biz brent petrolü takip ediyoruz) 64\$'ın da altına sarkarak şu sıralarda 63,50\$ fiyatından işlem görüyor. Dünkü notlarımızda da Amerika'da "driving season" (bugünlerde başlayıp Eylül başına kadar devam eden ve Amerikalıların özel araçlarıyla seyahatlerinin ve petrol tüketiminin artış gösterdiği dönem) başlarken Trump'ın yüksek petrol fiyatları istemeyeceğini, bizim de ana senaryomuz olan 60-70\$ fiyat bandının geçerliliğini koruduğunu sizler ile paylaşmıştık. Gelişmelere göre öngörülerimizde değişiklik olması durumunda sizler ile ivedilikle paylaşacağız.
- Almanya'da bileşik PMI (hem imalat hem de hizmetleri içine alan satın alma yöneticileri beklenti anketi) mayıs ayında önceki aya göre 1,6 puanlık düşüşle son 5 ayın en düşük seviyesi olan 48,6'ya geriledi. 50 eşik değer üzerindeki değerler üretimde (bileşik PMI için hem imalat hem de hizmet sektöründe) düşüş beklentisini üzerindeki veriler ise artış beklentisini gösteriyor. Fransa'da ise mayıs bileşik PMI verisi 48 oldu, 9 aydır 50 eşik değer altında kalmaya devam ediyor. En büyük ihracat pazarımız olan Avrupa'daki ekonomik gelişmeler doğrudan bizim ihracatçılarımızı da etkiliyor.
- ABD'li yatırım bankası JPMorgan CEO'su Dimon (kendisi ABD ve hatta dünyada en önemli finans profesyonellerinden birisi olarak kabul edilir) ABD'nin stagflasyona (durgunluk içinde enflasyon) girebileceğine dair açıklamalarda bulundu. Piyasada ABD ekonomisi için genel olarak riskin resesyon olduğu konuşulsa da uzun zamandır biz riskin stagflasyon olduğunu belirtiyoruz keza sizler ile de paylaştığımız Michigan Üniversitesi hane halkı enflasyon anketi verilerinden de enflasyon beklentilerinin çok ciddi oranda bozulduğunu (12 ay sonrası için 7,3%) ve tarife savaşlarıyla da yavaşlayacak ABD ekonomisinin stagflasyona girebileceğini söylemiştik. Bizce FED de paralel görüşte olmalı ki faiz indirimlerinde aceleci olmayacağını (ilk faiz indirimi beklentisi Eylül ayına kaydı) belirterek indirim konusunda isteksiz olduğunu gösteriyor. Düşüncemize göre işsizlik artış eğilimine girmeden FED faiz indirimlerine başlamayacak ancak mevcut makul enflasyon düzeyi

gelecekteki yüksek beklentiler dahilinde FED'in indirim hareketini sınırlandırıyor.

- Dünyanın en büyük ekonomisi ve açık ara en büyük tüketim pazarı olan ABD'nin mevcut Başkanı Trump son basın toplantısında bir muhabirin Katar'ın hediye ettiği uçağa dair sorusu üzerine soruyu soran muhabiri salondan çıkarttı. Bu husus dünyada en yetkin koltuklarda oturan kişilerin karar mekanizmaları ve fevri davranışları hakkında önemli bir ipucu veriyor. Mesele Trump'ın tepkisi değil bu tür liderlerin başta olduğu günümüz dünyasında ekonomik savrulmaların kaçınılmaz olduğu ve her daim bir siyah kuğu (tüm dünyayı etkileyebilecek ve öngörülemeyen sistemik riskler) olayına hazır olunması gerekliliği. Bu nedenle proaktif risk yönetimi önceki dönemlere göre daha önemli hale geldi.
- Bugün gerçekleştirilen yılın ikinci enflasyon görünümü toplantısına dair analiz ve görüşlerimizi daha geniş kapsamlı ele alalım.

Öncelikle enflasyon kavramının bir ekonomideki fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artış olduğunu belirtelim kitaptaki tanımında yazdığı gibi. Demek oluyor ki bazı mal veya hizmetlerdeki fiyat artışları değil fiyatların geneli üzerinde bir artış olmalı ve bu artış da arazi olarak bir defaya mahsus değil süreklilik arz etmeli. FED'in tarifelerin ABD'de mallar üzerinde yaratacağı fiyat artışının bir defaya mahsus olacağına yönelik açıklamaları, FED'in bu gelişmeleri enflasyon anlamında etkisinin olmayacağı şeklinde kabul ettiğini gösteriyor. Biz bu kısma katılmıyoruz keza fiyatlarda bir defaya mahsus artışlar nadiren gerçekleşir ve bir defa artış yaşandıktan sonra arkasından geçerli bir nedene dayansın veya dayanmasın artışlar devam eder. Bu nedenle enflasyon mücadele edilmeksizin kendi kendine sona eren bir kavram değildir.

Enflasyon temelde 2 sebepten kaynaklanır; talep yönlü enflasyon ve arz yönlü enflasyon (çeşitli nedenlerle arzın kısılması veya hızlı maliyet artışları). 1973 yılında Arap-İsrail savaşı nedeniyle Arap petrol ihracatçıları birliğinin (OAPEC) İsrail'i destekleyen batılı ülkelere karşı

petrol ambargosu uygulamasıyla petrol fiyatlarının 4 katına çıkması arz yönlü enflasyona en güzel örnektir. Yine pandemi döneminde özellikle çip üretimindeki sorunlar nedeniyle başta otomobiller olmak üzere birçok elektronik ürünün arzının sağlanamaması nedeniyle yaşanan enflasyon da arz yönlü bir enflasyondur, ancak pandemi döneminin kendine has dinamikleri nedeniyle arz yönü kadar olmasa da talep baskısı da tüm dünyada yükselen enflasyona (gelişmiş ülke merkez bankalarının para basarak halka dağıtması ve sıfır faiz politikası nedeniyle) etki etmiştir. Ülkemizde yaklaşık 55 yıldır devam eden (arada şiddeti hafiflese de) enflasyon büyük oranda talep yönlü enflasyondur. Mal ve hizmetlerin talebi arzını geçtiği noktada fiyatlar sürekli olarak artmaya başlar, artan talebe üreticiler kısa dönemde arzı artırarak cevap veremedikleri için fiyat artışları kaçınılmaz hale gelir. Diğer yandan firma ve hane halkının yarınki fiyatların bugünkülerden yüksek olacağına dair beklentisi talebin sürekli öne çekilmesine ve yarının tüketimine ilişkin talebin bugün oluşmasına neden olarak enflasyon ataletine sebep olur.

Enflasyon aktif olarak mücadele edilmeksizin düşen bir kavram değildir. Çok fazla olumsuz etkisi olması nedeniyle tüm dünyada (Arjantin, Venezüella ve Türkiye gibi nadir ülkeler haricinde) enflasyon Merkez Bankaları tarafından kontrol edilmeye çalışılır, bizim Merkez Bankamızın kuruluş kanununda da asıl ve tek görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir. Merkez Bankaları amaç bağımsızlığına (amaçları kanunlarında sınırlandırılmıştır) sahip değilse de araç bağımsızlığına (enflasyonu kontrol etmek için kullanacakları para politikası araçları ki en önemlisi faizlerdir) sahiplerdir. Ancak para politikası tek başına enflasyonu düşürmeye yetmez, yanında maliye politikası dediğimiz desteğin de olması gerekir. Maliye politikası ise hükümetler tarafından bütçe ve vergi politikaları gibi araçlar kullanılarak talebin kısılmasını amaçlar. Para ve maliye politikasının senkronize olmaması enflasyonla mücadelede başarısızlığa neden olur. Bugün ülkemizde yaşanan yüksek enflasyonun sıkı para politikasına rağmen sebebi de budur. Örneklendirmek gerekirse şişman birisinin (enflasyon İngilizcedeki şişmiş, şişme anlamına gelen inflation kelimesinden gelir) düzenli olarak spora gitmesine ve fazla kalori yakmasına rağmen (sıkı para politikası uygulanması) sürekli abur cubur yemesi ve yüksek kalorili beslenmesi nedeniyle (gevşek

maliye politikası, özelinde bütçe açıkları) kilo verememesi gibidir. Bugün 50% seviyesinde olan piyasa faizine rağmen (bir çok farklı faiz türü vardır, biz mevduat faizi ve TCMB fonlama faizini dikkate alıyoruz) kamu kesiminin harcamalarını kısmaması ve piyasadan mal ve hizmet talep etmeye devam etmesi nedeniyle (bunu bütçe gerçekleştirmelerindeki açıklardan izleyebiliyoruz) enflasyon yüksek seyretmeye devam ediyor.

Bugün düzenlenen yılın ikinci enflasyon görünümü sunumuna dönecek olursak yıl sonu enflasyon hedefinin sabit bırakılmasını ve yukarı çekilmemesini MB yetkililerinin kendileri dahi inanmasa da piyasaya enflasyonu çıpalamaya dair kararlarını göstermek adına bir mesaj olduğuna inanıyoruz. Yıl sonu enflasyon hedef koridorunun üst bandı olan 29%a ulaşılması dahi oldukça düşük bir ihtimal. 2026 ve 2027 yıllarına dair enflasyon hedeflemesine ilişkin bir yorumda bulunmak içinse çok erken, keza ülkemizde bir gün sonrasını bile kestirmek mümkün değil. Biz uzun süredir ülkemizde kalıcı düşük bir enflasyon dönemine geçmemizin mümkün olmadığını, bunun temel sebebinin kamu kesiminde çeşitli siyasi nedenlerle kalıplaşmış harcamaların kısılmasının mümkün olmadığını, mümkün olanların ise tercih edilmediğini düşünüyoruz. Bugünkü sunumda MB Başkanı Karahan'ın fonlama faizi ile MB rezervleri arasında bir bağlantı var mı sorusuna özetle yok şeklindeki cevabını ise inandırıcı bulmuyoruz. Çok net biliyoruz ki MB'sının son PPK toplantısında politika faizini 46%ya ve gecelik fonlama penceresini ise 49%a yükselttilerek ortalama fonlamayı (MB'sının ticari bankalara borç verme faizi) üst bandtan yapmaya başlaması (bugünlerde bu faiz gevşiyor) döviz kurlarını kontrol etme ve eriyen rezervleri yerine koyma amaçlı. Böyle olmasaydı sonrasında gelen makro ihtiyati tedbirler ile yabancı para mevduatların zorunlu karşılıklarının (merkez bankasına aktarılması gereken kısım) artırılması ve ihracatçı dövizlerinin MB'na satılması zorunlu olan kısmının 25%den 35%e çıkarılmasıyla MB rezervleri artırılmaya çalışılmazdı.

Özetle MB'mızın kuruluş kanununda yer alan fiyat istikrarını sağlama görevinin yanında "kendisine verilen ek görev ile" döviz kurlarını da kontrol etme amaçlı faizleri yüksek tuttuğunu ve rezervler yerine konulmadan faiz indirimlerine gitmeyeceğini düşünüyoruz. Ancak

mevcut faiz hadleriyle Türk sanayisinin ve ihracatçılarının en hafif tabiriyle azap çektiğini ve bir varoluş mücadelesi içinde olduğunu yakinen izliyoruz. Maalesef ki döviz kurlarını kontrol etme gayesiyle Türk sanayi bir noktada gözden çıkarılmış durumda. Düşüncelerimizin bir kısmı siyasi içerik barındırıyormuş gibi görünse de tamamı sanayi üretim endeksi, PMI, reel sektör güven endeksi, beyaz eşya ve elektronik ürünler satış endeksleri gibi verilerden teyitli. Biz yalnızca verileri yorumluyoruz.

- Sn. Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın Macaristan dönüşü uçakta yaptığı açıklamalara göre yeni bir KGF (Kredi Garanti Fonu) kredisi söz konusu olacak KOBİ'ler nazarında. Henüz ayrıntılarla ilgili bir açıklama yok ancak CB'nin bu yönde talimatlarını verdiğini kendi demecinden öğreniyoruz. Bugün üzerinde yoğun olarak durduğumuz enflasyonla mücadelede başarısızlığın nedenleri arasında saydığımız kamu harcamalarıyla ilişkili bir örneği yaşıyoruz. Her ne kadar KGF kredileri bir para politikası aracı olarak kredi kanalından parasal genişleme sağlayacak olsa da talimatın siyasi taraftan gelmesi nedeniyle biz bunu bir kamu harcaması olarak kabul ediyoruz. KGF kredileri yerine özel ve kamu bankaları vasıtasıyla hazine destekli düşük faizli ve uzun vadeli selektif kredi politikasına gidilmesinin (örneğin imalatçı ve ihracatçılara yönelik) daha uygun olacağını düşünüyoruz. Dile getirmekten yorulsak da kalıcı düşük enflasyon dönemine girmemizin mümkün olmayacağını anlık olarak teyit etmiş olduk.