

TCMB Faiz Kararı: Beklentilerin Ötesinde Bir Analiz

Perşembe gününden sağlık ve huzur dilerim.

TCMB Kararı: Sabit Faiz, Karmaşık Nedenler

Haftanın en önemli gelişmesi olan TCMB faiz kararı açıklandı. Merkez Bankası beklentilere paralel olarak politika faizlerini sabit tuttu. İsrail-İran çatışmasından önce, Mayıs ayı enflasyon verisine göre 250-500 baz puan aralığında bir faiz indirimi beklerken, geçtiğimiz hafta başlayan çatışmalar nedeniyle beklentimizi faizlerin sabit tutulacağı yönünde revize etmiş, ancak 100-250 baz puanlık bir indirimi de sürpriz olarak değerlendirmeyeceğimizi belirtmiştik. Ancak bu kararı ve ardındaki nedenleri biraz daha ayrıntılı ele almamız gerektiğini düşünüyoruz.

Faiz Oranları ve Rasyonellik Tartışması

Öncelikle, faiz kararının arkasında özellikle 19 Mart olaylarından sonra bir **enflasyon hedeflemesi bulunmuyor**. Mayıs ayıyla birlikte yıllık TÜFE %35 seviyelerine gelmişken, %46 politika faizini (1 hafta vadeli repo) ve %49 olan gecelik borç verme faizini **rasyonellikten uzak buluyoruz**. Bu oranlar, TCMB'nin borç verme pencerelerinin basit faiz oranlarıdır. Ancak bu faizlerin bileşik eşleniklerine baktığımızda tablo daha da çarpıcı hale geliyor: **1 hafta vadeli repo penceresinin yıllık bileşik faizi %58'e, gecelik borç verme penceresinin yıllık bileşik faiz eşleniği ise %70'e denk geliyor**. O zaman hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyona göre bu kadar yüksek faizleri nasıl açıklıyoruz?

Faizlerin birçok fonksiyonu bulunuyor. Enflasyonu dengeleyici veya yatırımları uyarıcı fonksiyonunun yanında, en az bunlar kadar önemli olan bir diğer fonksiyonu da **risk primi olarak görev almasıdır**. Hem iç siyasetteki tansiyonun özellikle 19 Mart'tan sonra yükselmesi hem de komşumuz olan İran ile İsrail'in sıcak çatışma içinde olması risk primimizi yükseltiyor. **Yüksek risk yüksek getiri gerektirdiği için dış kaynak çekme noktasında faizleri yüksek tutmak zorunda kalıyor TCMB**. Nitekim Türkiye'nin 5 yıllık risk primini fiyatlayan 5 yıllık CDS, yeniden 300 puanın üzerine çıkarak **305-308 baz puan aralığında hareket ediyor**.

Gizli Hedef: Kur Kontrolü ve Dolarizasyon Riski

Diğer yandan, önceki bültenlerimizde de dile getirdiğimiz üzere, TCMB'nin kanunlarında yer almasa da **örtülü ikinci hedef olarak belirlediği (Implicit Exchange Rate Targeting)** kurları kontrol etme gayreti, fiyat istikrarı hedefinin önüne geçmiş durumda. Bu sonucu bugünkü faiz kararından net olarak anlayabiliyoruz; zira sadece enflasyon verilerine göre alınsaydı faiz kararı, bugün bir faiz indirimi görmemiz gerekiyordu.

Geçtiğimiz hafta TCMB'nin bankaları %49 olan gecelik borç verme penceresi yerine %46 olan haftalık repo ile fonlamaya başlamasıyla ortalama fonlama maliyetinin %46'ya düştüğünü görmüştük; aslında bu, **fiili olarak 300 baz puanlık (%3'lük) bir faiz indirimi**di. Bugün TCMB tarafından açıklanan haftalık banka ve para istatistiklerine baktığımızda ise, 13 Haziran

ile biten haftada parite etkisinden arındırılmış olarak, gerçek kişilerin yabancı para mevduatlarının **2,937 milyar dolar**, tüzel kişilerininkinin ise **2,807 milyar dolar** arttığını görüyoruz. Bundan önceki 3 haftada ise hem gerçek hem de tüzel kişi DTH'larında azalmalar vardı. **Demek oluyor ki, TCMB'nin bu örtülü faiz indirimi –diğer etkenlerin de etkisiyle– hem gerçek hem de tüzel kişilerde yeniden dolarizasyona neden olmuş durumda.**

Gelecek Beklentisi ve Politika Önerileri

Bundan sonra ne olacağının cevabı içinde, tezat bir şekilde, Haziran enflasyon verileri en az etkili olacak veri olacak. Temmuz ayındaki PPK kararında faizlerin seyrini belirleyecek en önemli etkenler, büyüyen jeopolitik risk nedeniyle **carry trade parasını içerde tutmaya devam edebilecek miyiz, dolarizasyon eğilimi nasıl bir trend izleyecek** sorularının cevapları ile iç siyasetteki gelişmeler (Haziran sonundaki CHP kurultayı kararı gibi) olacak.

Son olarak, biz **faizlerin düşmesi gerektiğini** belirtiyoruz. Mevcut faiz hadleriyle reel sektörün karlı bir üretim ve ticaret yapmasının mümkün olmadığını, bu nedenle **konkordato ilanlarının artma riski bulunduğunu** düşünüyoruz. Sadece para politikası ile fiyat ve kur istikrarının aynı anda sağlanamayacağını, **bir an önce iç siyasetteki gerilimin azaltılması ve kamu kesiminin de para politikasına destek olacak şekilde kısıtlayıcı politikalar izlemesi gerektiğini** vurguluyoruz.