

13 Haziran 2023

# Strateji Sunumu

***KÖPRÜDEN ÖNCEKİ SON ÇIKIŞ...***



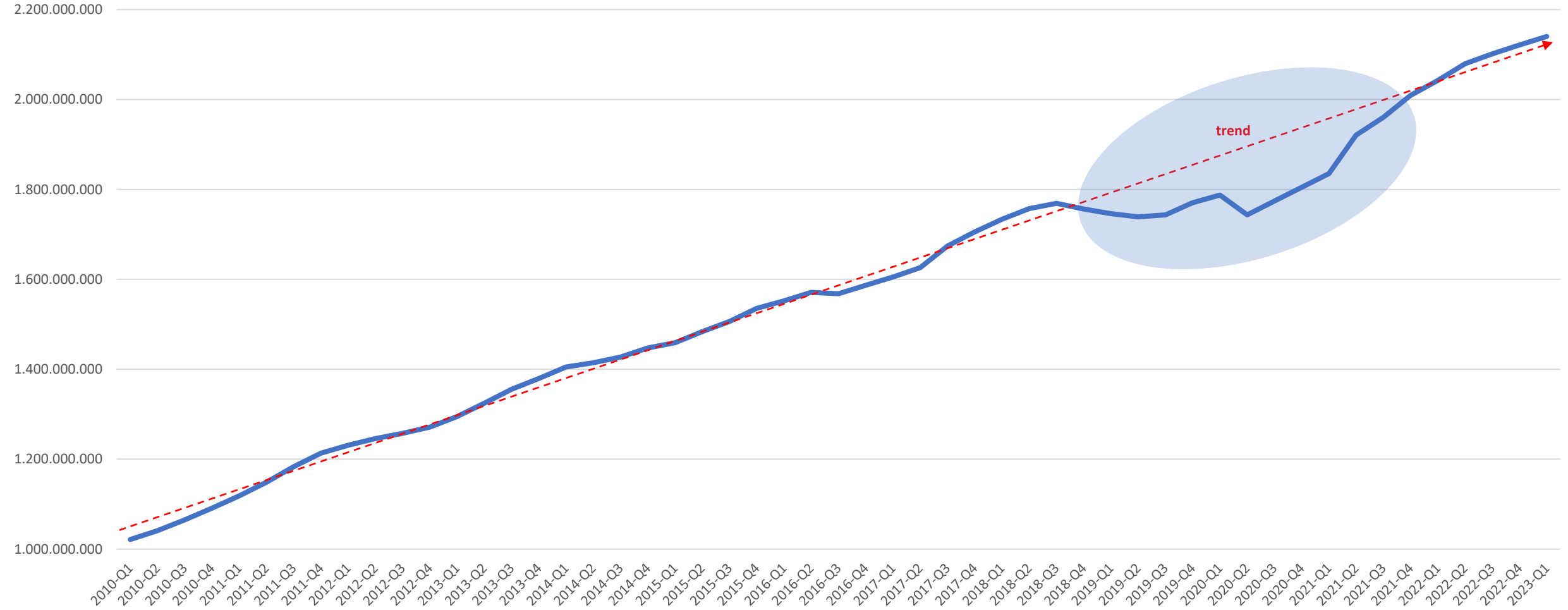
M. Fatih Keresteci  
DNG Danışmanlık Eğitim ve Araştırma Ltd. Şti.

- ❑ Türkiye, Yeni Ekonomi Programı'ndan ne umdu, ne buldu?
- ❑ Şimşek: “Rasyonel bir zemine dönme dışında biri seçenek kalmamıştır.”
- ❑ Şimşek: “Zorluklar ve yüksek beklentilerle dolu ağır bir görev verildiğini biliyorum.”
- ❑ Küresel ekonomide faiz artırımlarının sonuna geldik, resesyon riski ise ılımlı düzeyde sürüyor...
- ❑ Türkiye’de ekonomik aktiviteyi gösteren veriler aşırı ısınmaya işaret ediyor.

***Türkiye, “Yeni Ekonomi Programı”  
ile ne umdu, ne buldu?***

# 1 – Türkiye ekonomisi 2018 ortasından itibaren ivme kaybedince ekonomiyi desteklemek adına bir ‘deney’ ihtiyacı ortaya çıktı. Sonuç gösteriyor ki, büyüme bağlamında deney sonucunu vermiş...

**Türkiye'nin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla büyüklüğü** (zincirlenmiş hacim, bin TL, 4 çeyreklik birikimli)

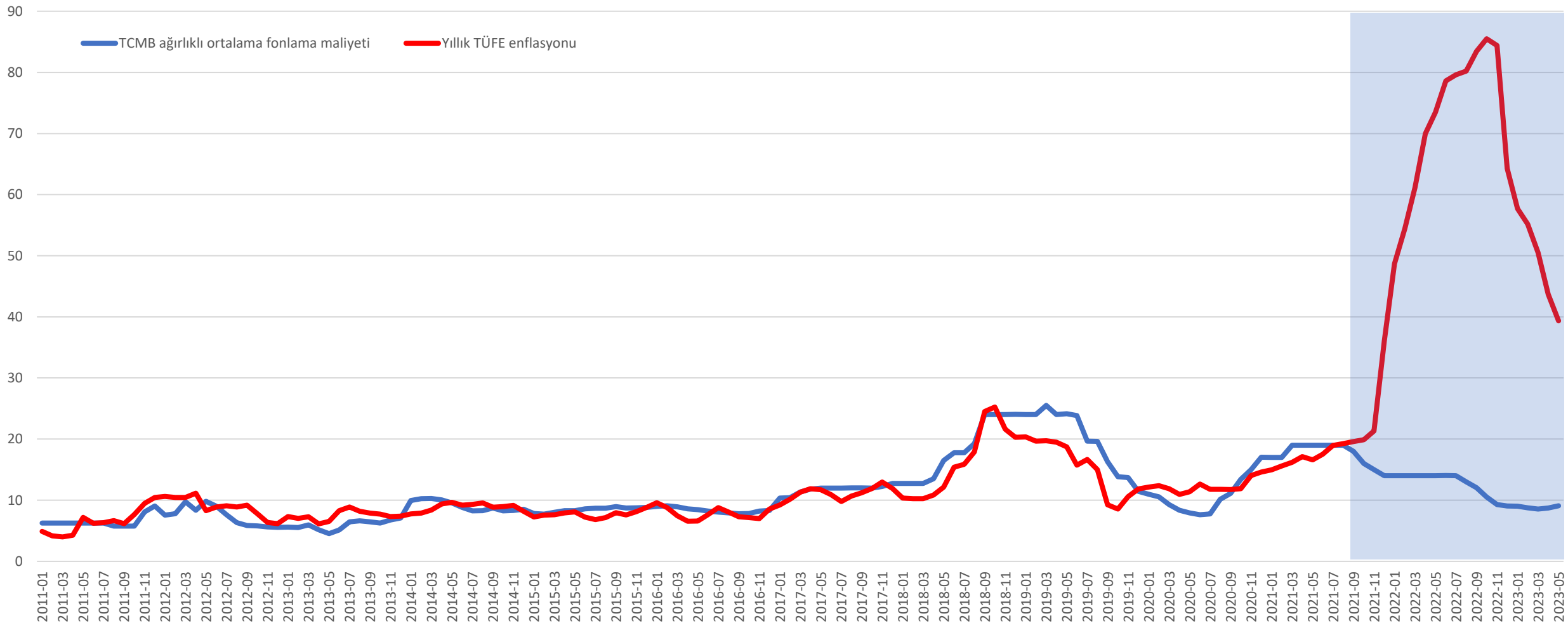


Kaynak: TCMB, TÜİK

Son veri: 1Ç2023

## 2 – Deneyin esas hareket noktası faizleri olabildiğince aşağı çekip ‘über-negatif’ reel faiz ortamı yaratmak ve bu sayede krediyle desteklenmiş tüketim kanalını çalıştırarak büyümeyi tetiklemektir...

### Türkiye’de politika faizi ile tüketici enflasyonu arasındaki ilişki (% yıllık)

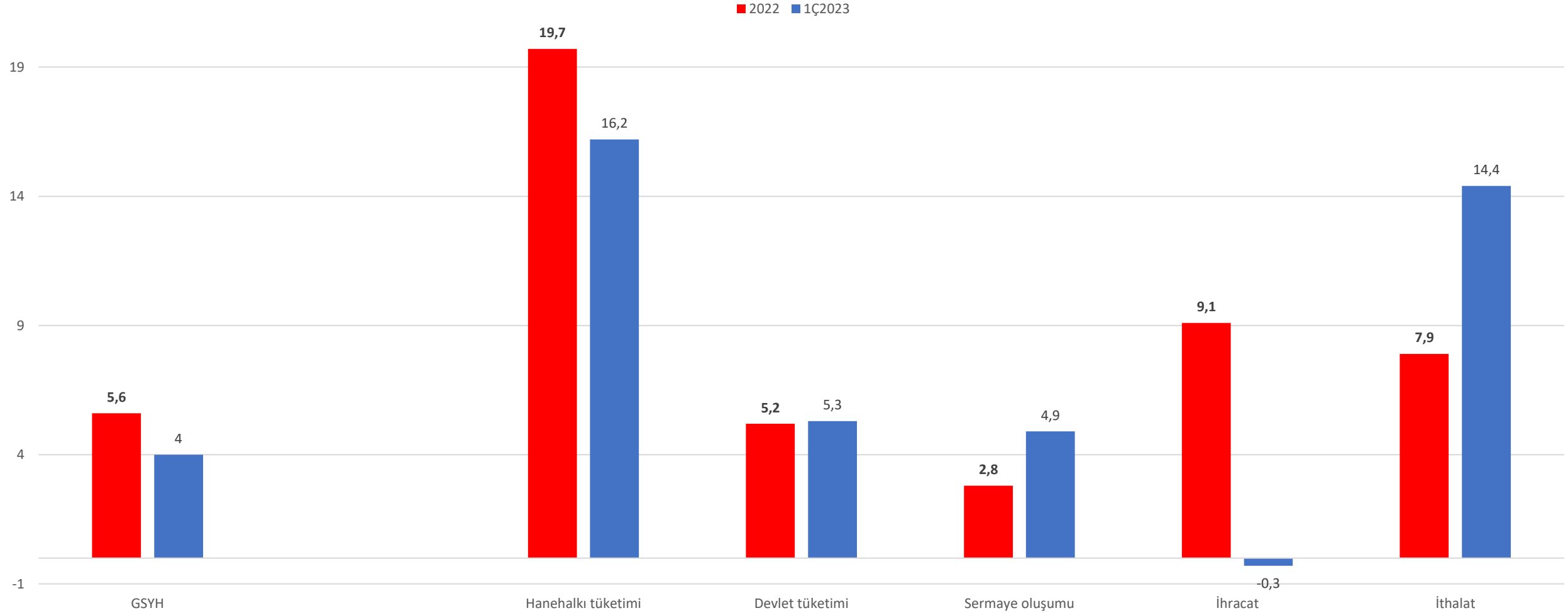


Kaynak: TCMB, TÜİK

Son veri: Mayıs 2023

### 3 – Deneyin büyüme bacağı etkileyici şekilde çalıştı. Bizim de her fırsatta mottomuz haline gelen ‘mala bağlama’ eğilimini Türk milleti oldukça sevdi: Bulabildiğı krediyi kullandı ve tüketime yöneldi.

**Harcama gruplarına göre 2022 yılı geneli ve 2023 yılı ilk çeyreği büyüme oranları (yıllık %)**

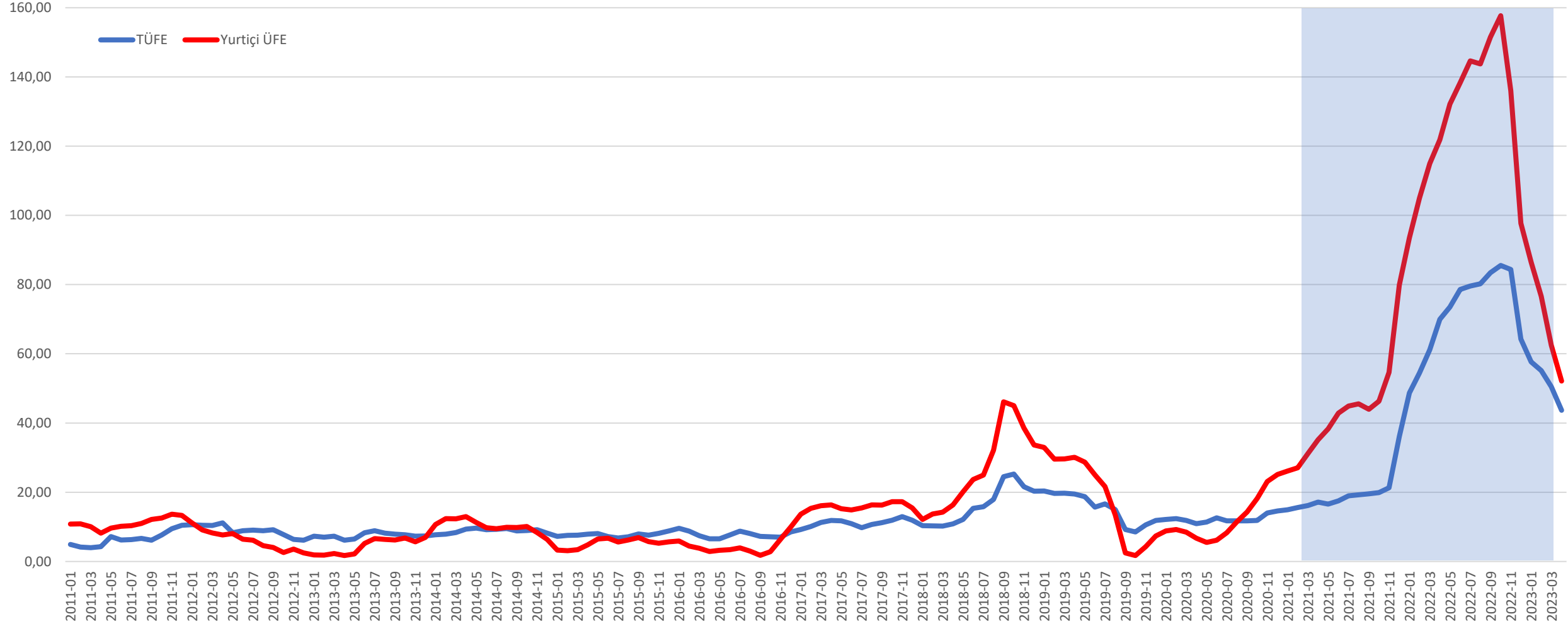


Kaynak: TCMB, TÜİK

Son veri: 1Ç2023

# 4 – Ama bu deneyin istenmeyen bir yan etkisi patlak verdi: Enflasyon kontrolden çıktı! TÜİK'in çok da güven vermeyen rakamlarına göre bile tarihi anlamda rekor enflasyon seviyelerini gördük...

## Türkiye'de enflasyon oranları (% yıllık)

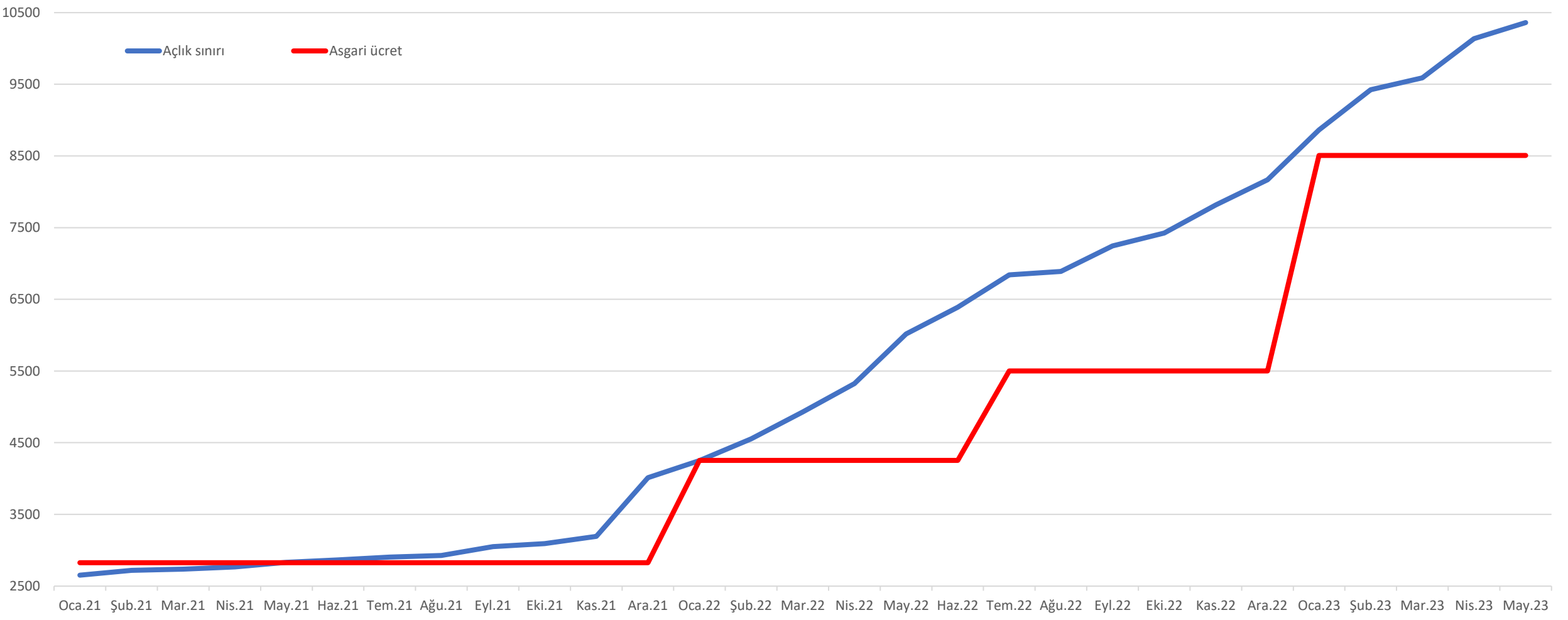


Kaynak: TCMB, TÜİK

Son veri: Mayıs 2023

# 5 – Büyüme tamam ancak yüksek enflasyon nedeniyle satın alma gücü eriyor... Buna 1980-90'lı yıllardaki gibi cevap verildi: Maaşlara zam yapıp deneyin olumsuz kısmı geçici olarak tedavi edildi!

**Türk-İş anketine göre açlık sınırı ile asgari ücret karşılaştırması (Türk Lirası)**



Kaynak: Türk-İş, TÜİK, TCMB

Son veri: Mayıs 2023



## 6 – Deneğin en kritik yan etkisini ise tüketime tetiklediği ithalat patlaması oluşturdu. TL’de ciddi değer kaybı baskısı yaratan bu durum döviz satışları ile engellendi. Ama bu defa da rezervler bitti...

**TCMB’nin konsolide bazda net döviz pozisyonu** (milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB

Son veri: 26 Mayıs 2023

## 7 – Rezervler bitince, Mundell-Fleming modelini farklı bir şekilde yorumlayarak yolumuza devam ettik: Faiz ve kur tarafında örtülü ama sert bir kontrol, sermaye hareketlerinde ise sıkı kısıtlamalar!

### İMKANSIZ ÜÇLEME (ya da TRILEMMA)

Sermaye hareketleri serbest

A

B

Döviz kurlarını kontrol etmek

C

Faizleri kontrol edebilmek  
(bağımsız para politikası)

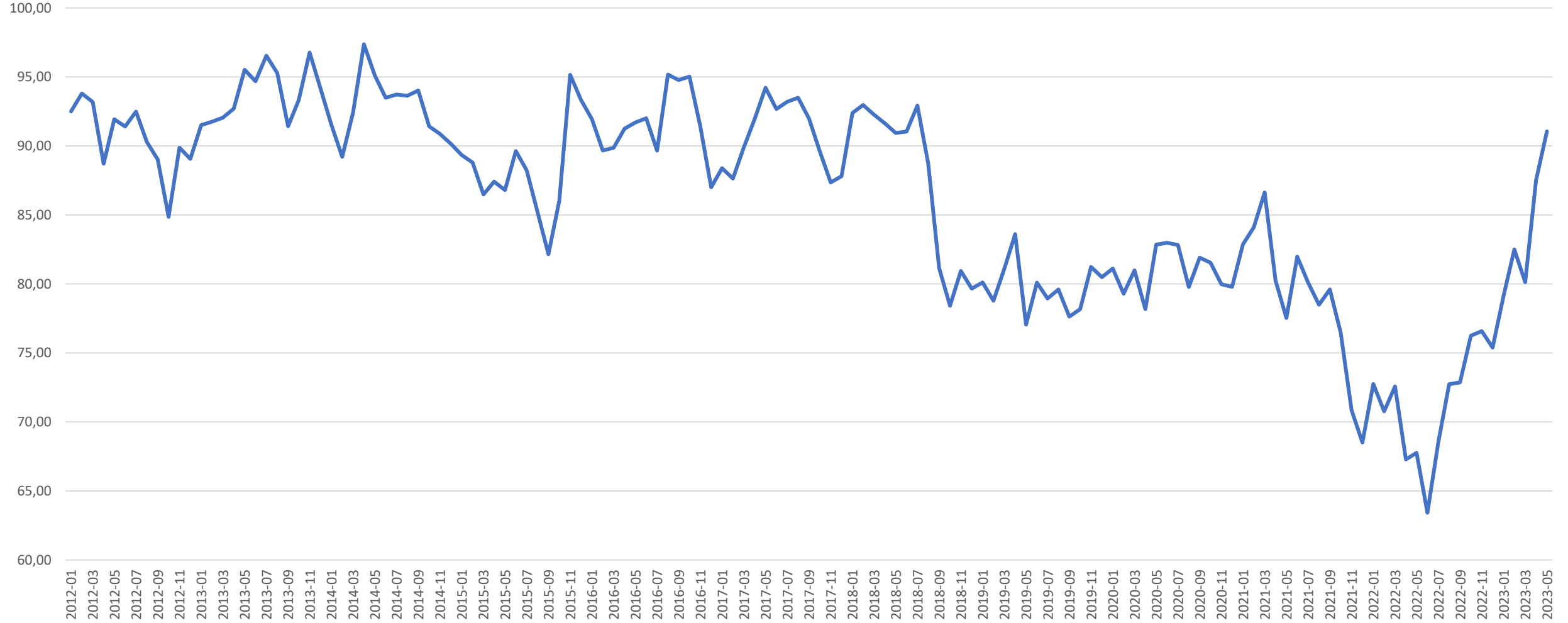
→ A dengesi = 2001 Türkiye krizi...

→ B dengesi = 1994 Türkiye krizi, 92 ERM krizi...

→ C dengesi = 2022-2023 Türkiye deneyimi...

# 8 – Görev tamamlandı! ‘Tencere sandığa yansımada’ iddialarına karşın tüketici güveni gösterdi ki, tüketici mutlu ve tercihini de bu yönde kullandı. Seçmen kararında servet etkisi gözardı edilmemeli!

**Tüketici güven endeksi** (mevsim etkilerinden arındırılmamış, 2012’den bugüne)



Kaynak: TÜİK, TCMB

Son veri: Mayıs 2023

***Türkiye havuzu güzel ve cazip olsa da son dönemde yaşananlar sonrası artık boş!***



**9 – Ödemeler dengesinin mal, hizmet ve transferler kısmını cari işlemler; finans kısmını ise finans dengesi oluşturur. Bize özel net hata&noksan kalemi büyük. Bunların neti rezerv değişimini gösterir.**

---

## Ödemeler dengesinin genel gösterimi

### **1. Cari İşlemler Dengesi**

- a) Dış Ticaret Dengesi
- b) Hizmetler Dengesi
- c) Birincil Gelir Dengesi

### **2. Finans Dengesi Hesabı**

- a) Doğrudan Yatırımlar
- b) Portföy Yatırımları
- c) Diğer Yatırımlar

---

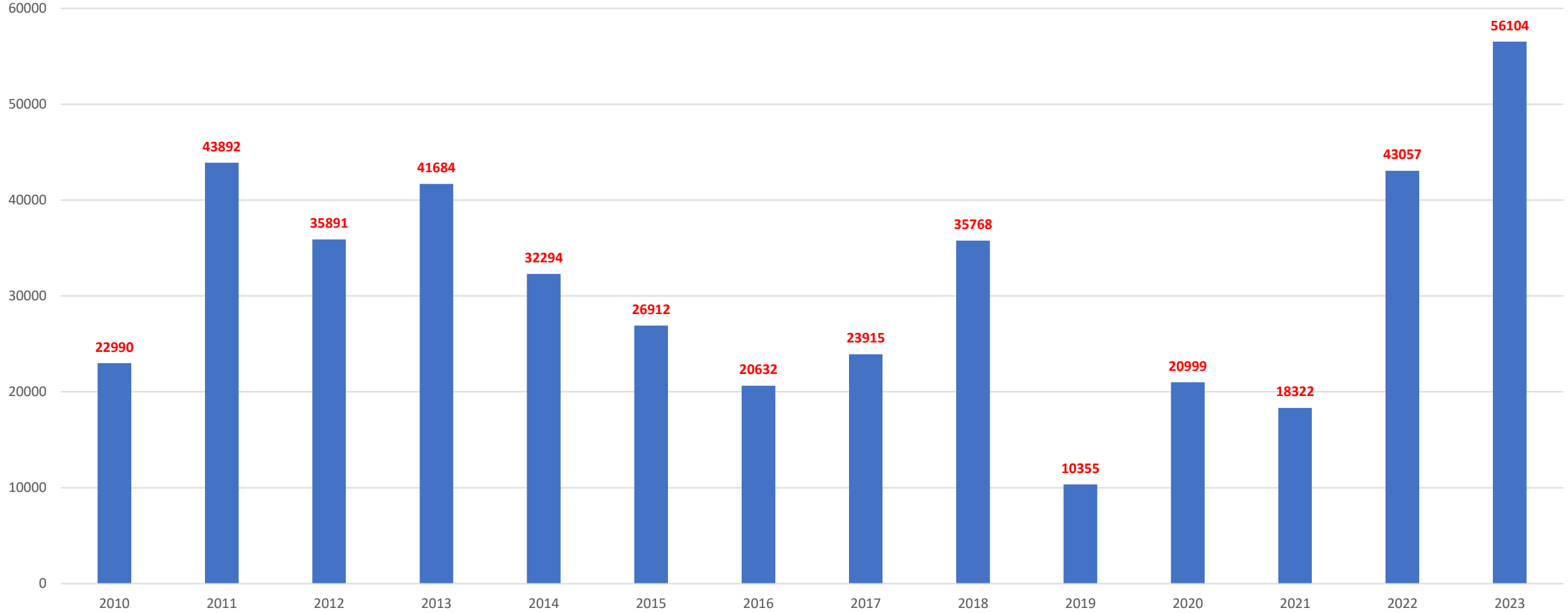
### **3. Net Hata ve Noksan**

---

### **4. Rezerv Varlıklar Değişimi**

# 10 – Türkiye'nin dış ticaret açığı rekorlar kırıyor. Ocak-Mayıs'ta 56.1 milyar USD açık verdik. Üstelik enerji fiyatlarının düştüğü bir dönemde. Çünkü, uygulanan politika seti açıkça bunu gerektiriyordu!

## 2010-2023 dönemi ilk 5 aylık kümülatif dış ticaret açığı (milyon USD)

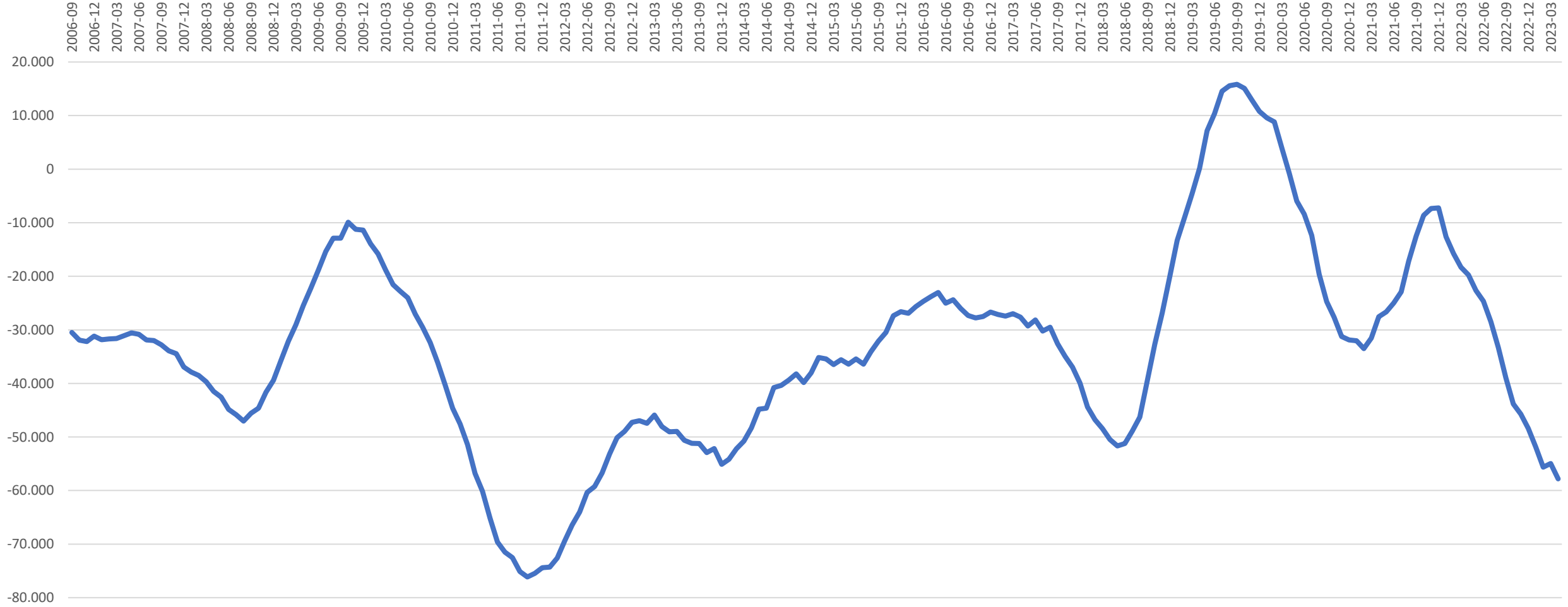


Kaynak: TÜİK, Ticaret Bakanlığı

Son veri: Mayıs 2023

# 11 – Dış ticaret açığı başta olmak üzere havuzu boşaltan muslukların sonuna kadar açık olmasıyla birlikte havuzdaki su hızla boşaldı. 12-aylık birikimli cari işlemler dengesi 57.8 milyar USD açık verdi.

## 12 aylık birikimli cari işlemler dengesi (milyon ABD Doları)

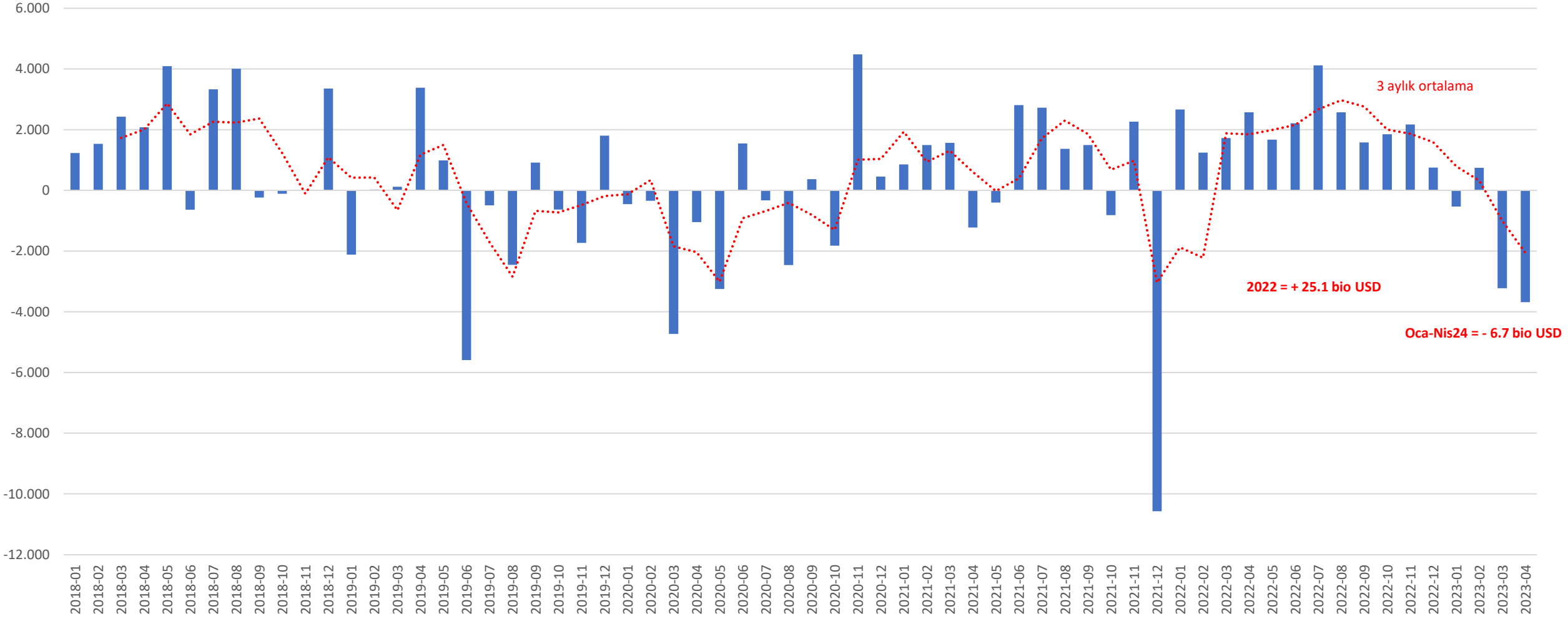


Kaynak: TCMB

Son veri: Nisan 2023

# 12 – Havuzun ortasında bir delik var ve bu delikten bazen su akıyor, bazen ise içerideki suyu dışarı kaçırıyor: Net hata ve noksan 2022’de havuza rekor su getirdi ama bu yıl ise net dışarı su kaçırıyor!

**Aylık net hata ve noksan tutarı** (milyon ABD Doları)



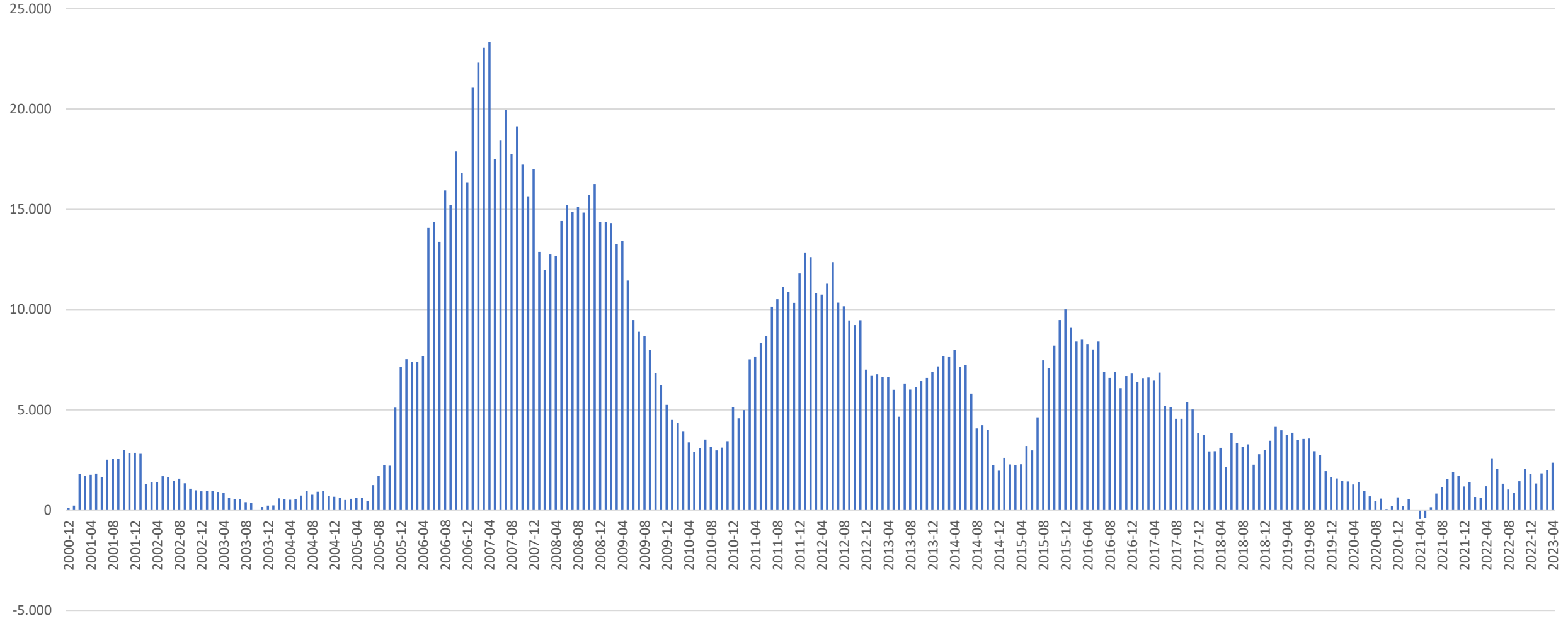
Kaynak: TCMB

Son veri: Nisan 2023



# 13 – Havuzu dolduracak en kaliteli musluk doğrudan yabancı yatırımlardır (FDI). Yabancıya konut satışı hariç FDI musluğu son yıllarda sadece damlatıyor. Musluğu açmak için güven tesis edilmeli!

**Türkiye’de 12 aylık birikimli gayrimenkul satış gelirleri hariç FDI gelirleri** (milyon ABD Doları)

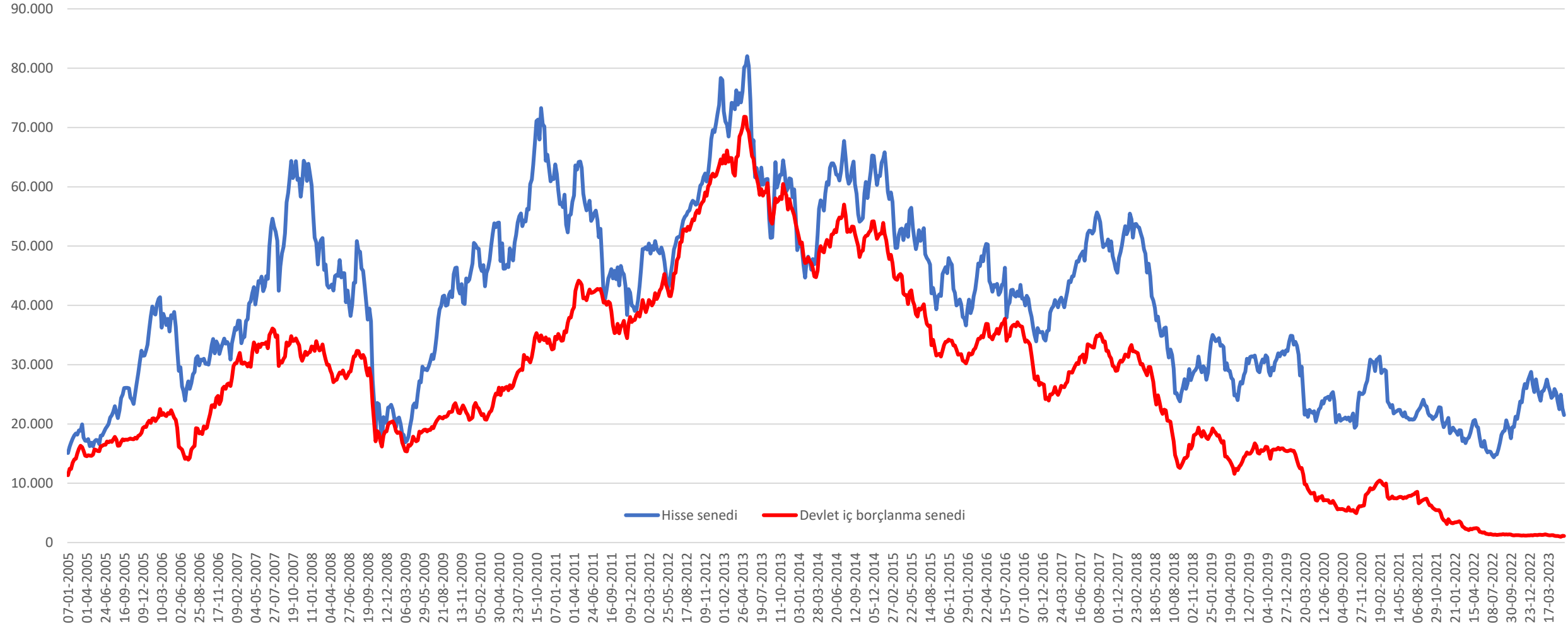


Kaynak: TCMB, TÜİK

Son veri: Nisan 2023

# 14 – Havuza en çabuk su getirebilecek musluk portföy yatırımlarıdır. 2013'te bu musluktan akan su yıllık 153 milyar USD'ye kadar ulaşmıştı. Son rakam 22.6 milyar USD, ki borsa bu arada değerlendi!

## Yabancı mülkiyetindeki menkul kıymet hacmi (ABD Doları cinsinden nominal)

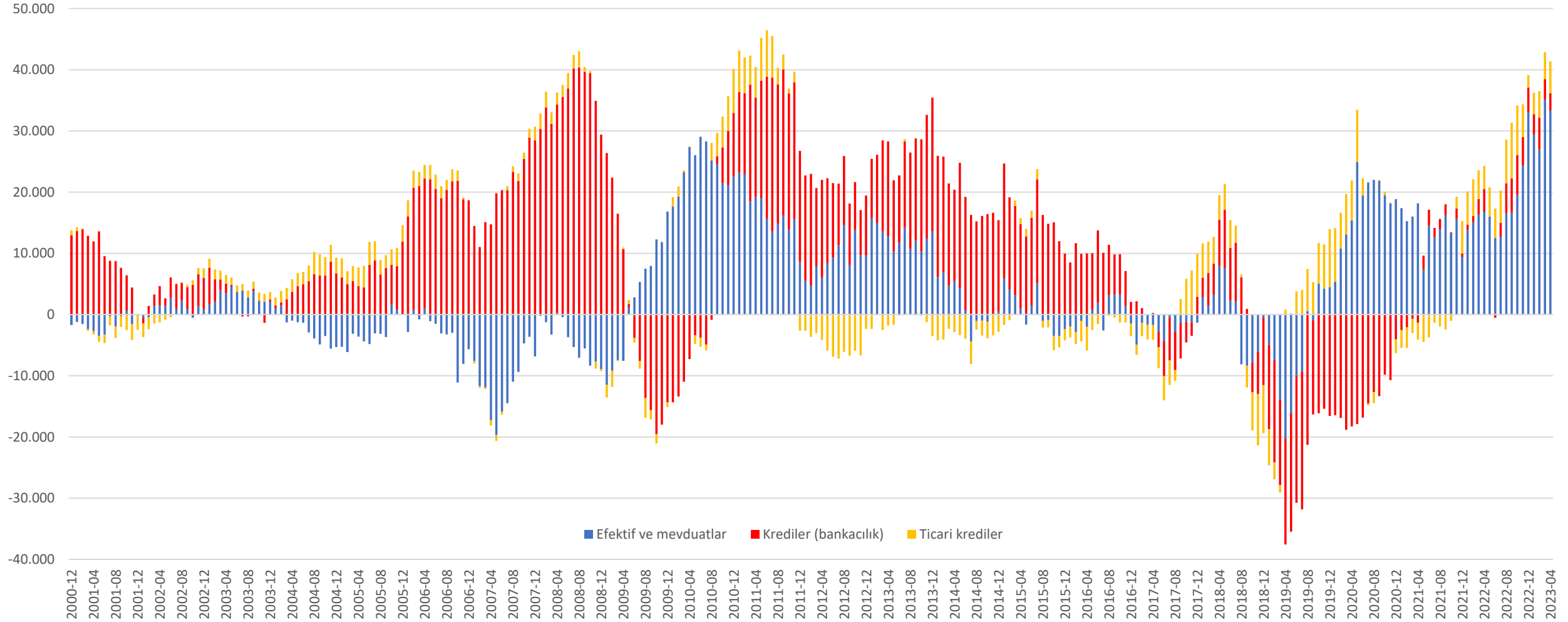


Kaynak: TCMB

Son veri: 26 Mayıs 2023

# 15 – Bir diğer musluk ise bankacılık sektörü üzerinden akan suyu yansıtır. 2008’de yıllık 40 milyar USD kredi şeklinde gelen su son dönemde depolanan suyun kullanımı şeklinde dönüşmüş halde...

## Finans hesabı/diğer kalemi 12 aylık birikimli rakam (milyon ABD Doları)

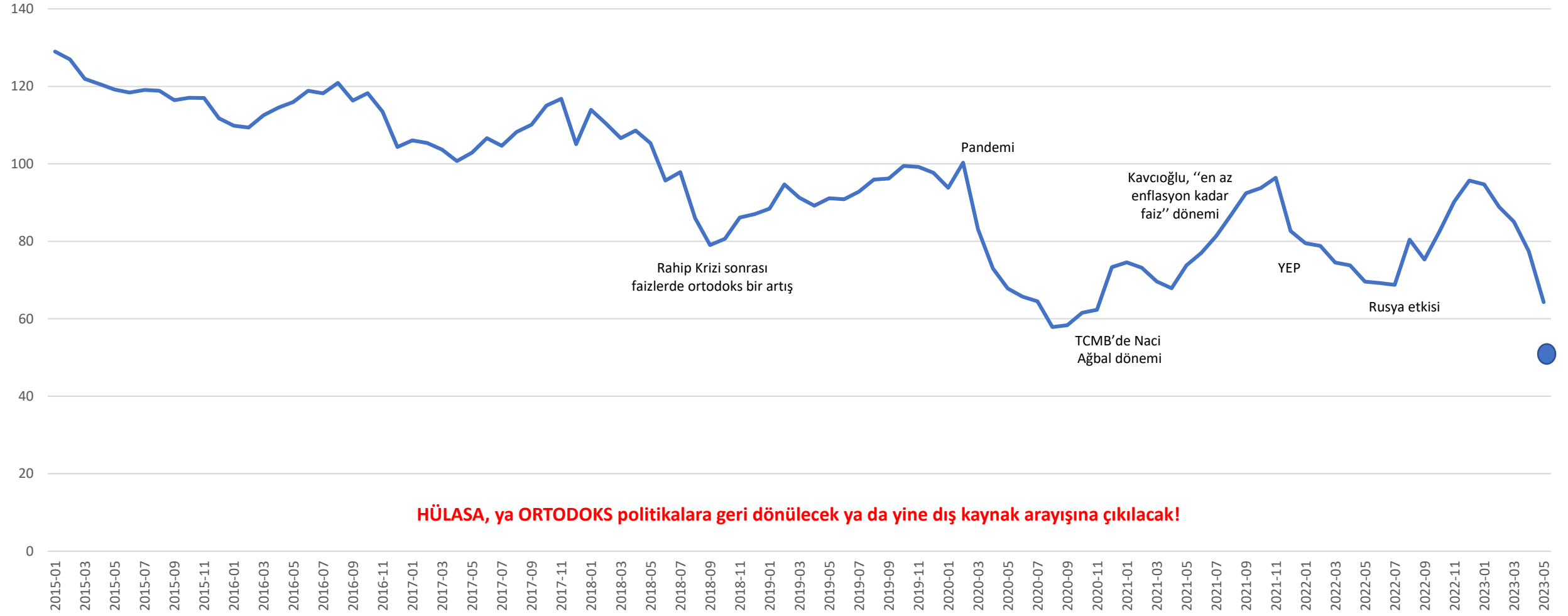


Kaynak: TCMB

Son veri: Nisan 2023

# 16 – Borç alınan ve havuza konulabilen tüm su ve su türevlerini dahil ettiğimizde de tablo iç açıcı görünmüyor. Daha önce bu durumda ya ortodoks politikaları dönülmüş ve/veya faiz artırılmıştı...

**TCMB'nin döviz ve altın rezervleri eksi IMF SDR'si, yabancı ülke swap ve mevduatı** (milyar USD)



**HÜLASA, ya ORTODOKS politikalara geri dönülecek ya da yine dış kaynak arayışına çıkılacak!**

Kaynak: TCMB

Son veri: 18 Mayıs 2023

***Mehmet Şimşek: “Türkiye’nin rasyonel bir zemine dönme dışında bir seçeneği kalmamıştır!”***

# 17 – ‘Rasyonel zemine dönüş’ açıklaması dahi tek başına olumlu etkide bulundu. Ancak, beklenti gerçekleşti sıra icraatta. Geçen hafta yaşananlar ile CDS’teki düşüş durdu, hatta biraz da artış oldu.

## Türkiye’nin 5 yıl vadeli CDS risk primi (baz puan)

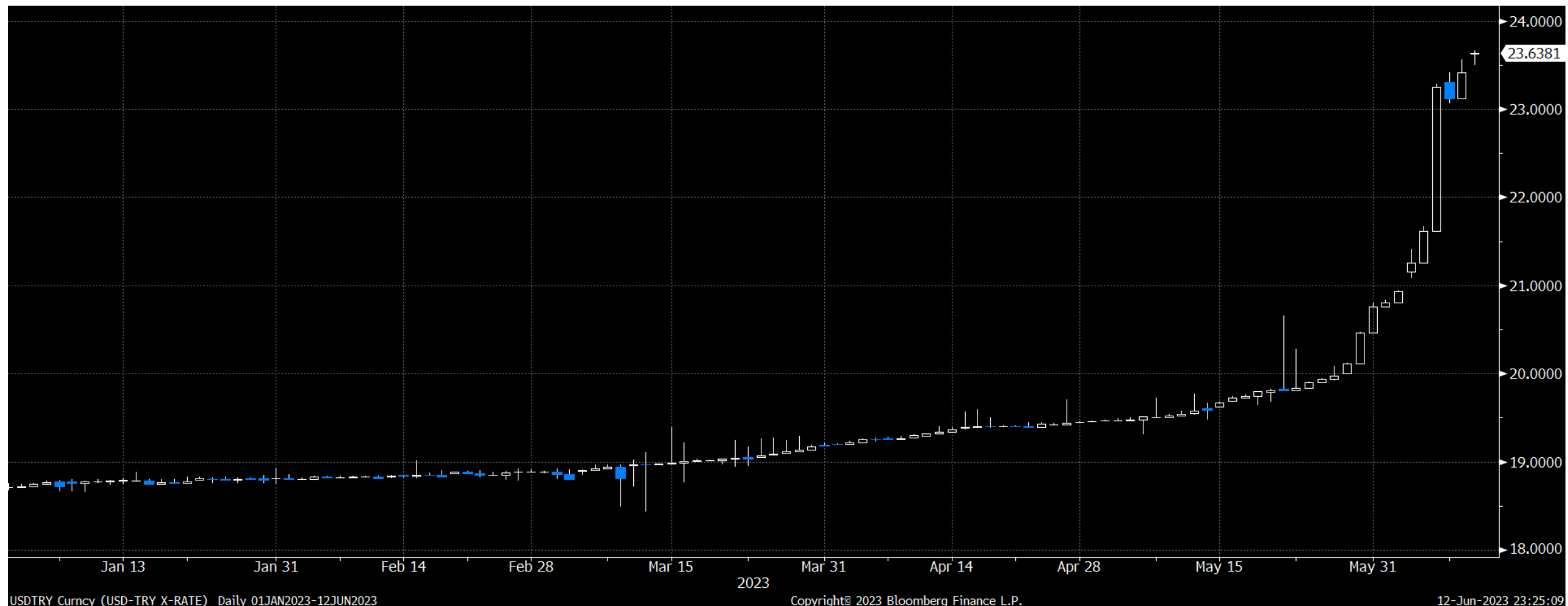


Kaynak: Bloomberg

Son veri: 9 Haziran 2023

# 18 – Yeni ekonomi yönetimi, döviz kuru üzerinden elini çekmeyi denedi ama kur patlayınca yeniden müdahalelere yöneldi. USDTRY kuru, 28 Mayıs öncesine göre sert bir şekilde %18 artış kaydetti...

## USDTRY kurunun sene başından bu yana izlediği seyir

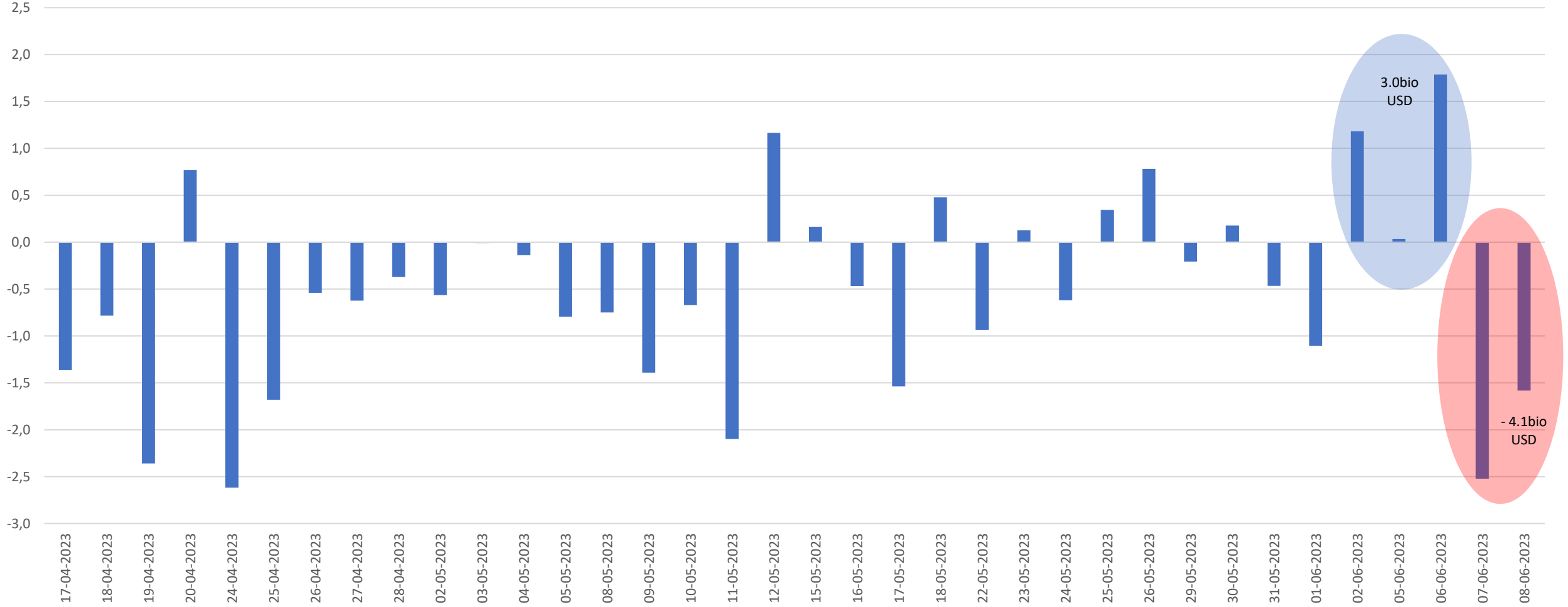


Kaynak: Bloomberg

Son veri: 12 Haziran 2023

# 19 – Bu süreçte, kuru baskılamayı bıraktınca rezervlerde sınırlı miktarda bir artış yaşandı. Ama, çok kısa süren bu deneyimin ardından kuru tutma çabaları rezervlerde yeniden hızlı erozyona yol açtı...

**Konsolide bazda net rezervlerde yaşanan günlük değişim tutarı** (milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB

Son veri: 9 Haziran 2023



# 20 – Bu tablo açık bir şekilde sürdürülebilir değil! Dengeye ulaşabilmek adına olmazsa olmaz güven! İlk atama haberleri ne yazık ki güveni desteklemiyor. Ya döviz kuru ya da faiz sert şekilde yükselmeli.

**TCMB'nin Hazine döviz mevduatı hariç net rezerv tutarı** (milyar ABD Doları)

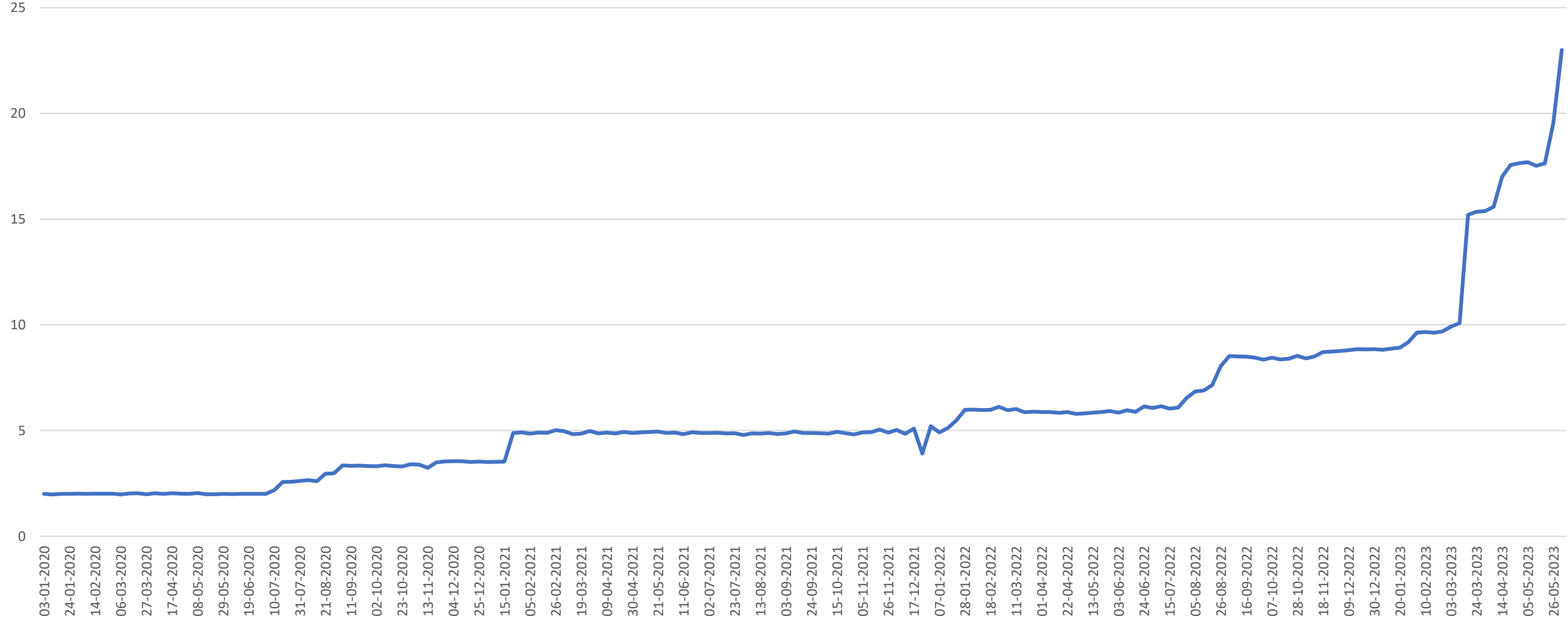


Kaynak: TCMB

Son veri: 8 Haziran 2023

# 21 – ‘Ponzi oyunu’: Oyunu sürdürebilmek adına sürekli yeni bir halka eklemeniz gerekiyor! KKM’ler ivme kaybedince devreye yabancı kurum depoları girdi ve geçen hafta 3.5 milyar USD daha arttı...

## TCMB'nin yurtdışı banka YP mevduatı (milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB

Son veri: 2 Haziran 2023

## 22 – TCMB'nin PPK toplantısı normalde 22 Haziran'da. Faizlerin artırılacağı artık malumun ilanı. Bu nedenle de neden bekleniyor? Daha erken bir toplantı? Bu arada TL mevduat faizi %40'lara geliyor!

**TCMB verisine göre bankaların 3 aya kadar vadedeki TL mevduata ödediği faiz oranı (akım, %)**

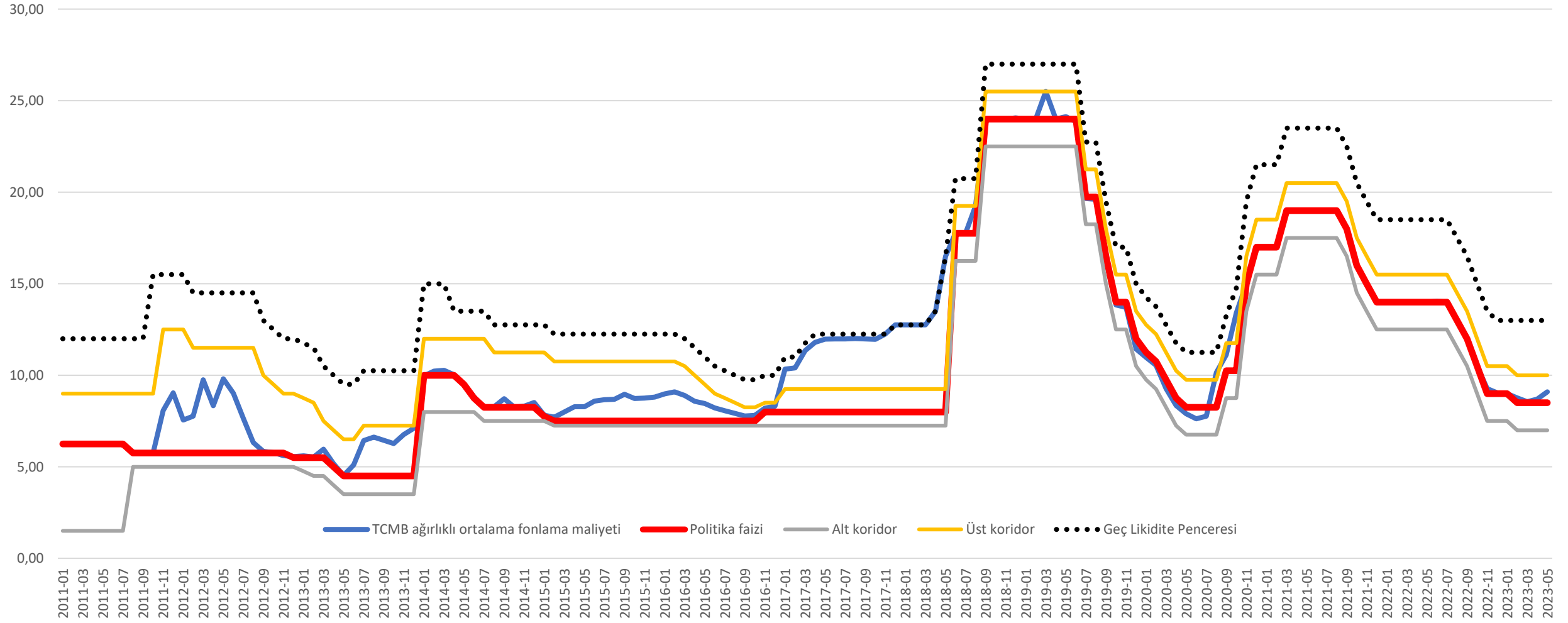


Kaynak: TCMB

Son veri: 2 Haziran 2023

## 23 – Faiz artırımının konvansiyonel bir şekilde olmayacağı aşıkâr: Politika faizindeki artış çok sınırlı kalabilir. Ancak, faiz koridorunun üst kısmı, hatta GLP ile ciddi oranda bir faiz artırımını hedeflenebilir.

### TCMB'nin uyguladığı Türk Lirası fonlama faiz oranları (%)

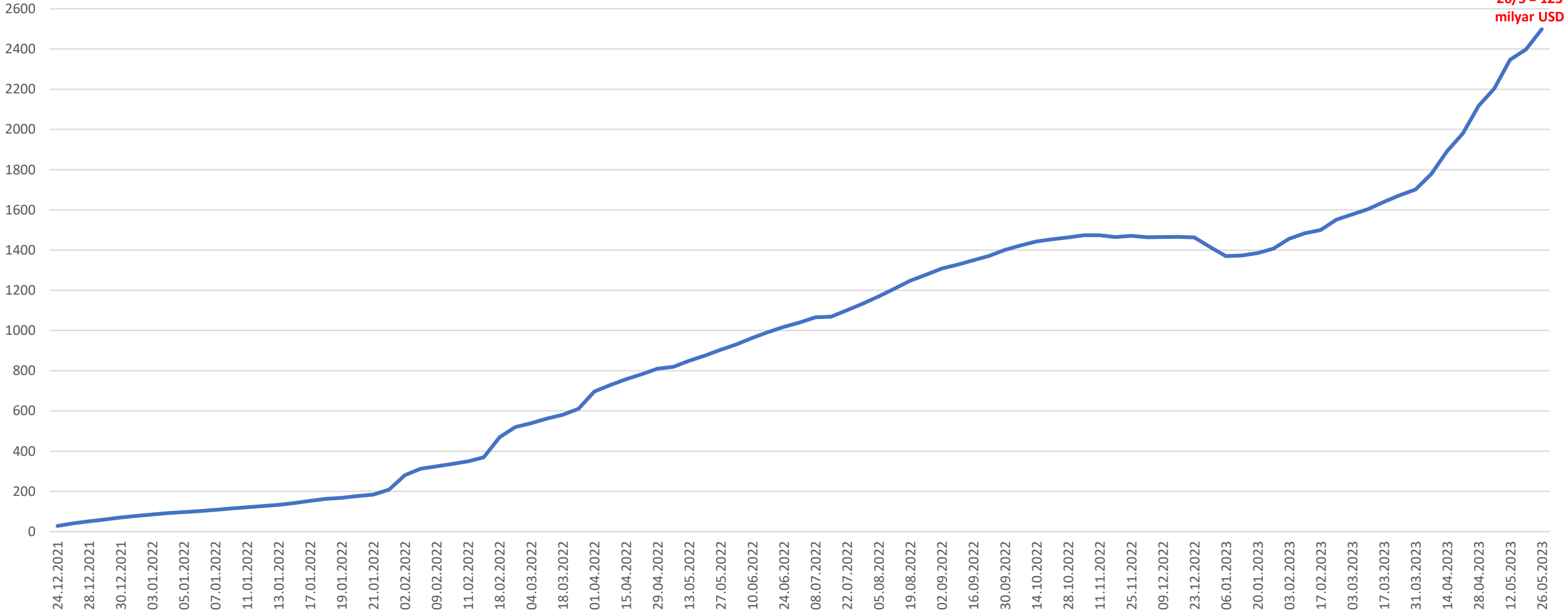


Kaynak: TCMB

Son veri: 2 Haziran 2023

# 24 – KKM'de geline büyüklük 126 milyar ABD Doları. Seçim öncesi bakıldığında dönmesi imkansız görünüyordu. Şimdi kademeli bir çıkış mümkün gibi. Önden prim ödemeli KKM'ler ise sonlandırıldı!

## Kur Korumalı Mevduat hacmi (haftalık, toplam, milyar TL)



Kaynak: BDDK, TCMB

Son veri: 26 Mayıs 2023

# 25 – Hisse senedi piyasasında seçimlerin geride kalması ve Şimşek ile birlikte risk iştahında artış yaşanması olumlu etkide bulundu. Ama, rasyonel politikalar kısa vadede şirket finansallarını bozar!

## BİST-100 endeksinin seyri ve basit bir teknik gösterim



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 12 Haziran 2023

# 26 – TCMB'nin faiz artıracığı kesin ama ne kadar artıracığı on puanlık bir soru niteliğinde... Tahvil faizleri, TCMB'nin faiz kararından etkilenecektir ancak ne ölçüde? 10y gösterge faiz %15'e yükseldi.

10 yıl vadeli gösterge niteliğinde bileşik faiz seviyesi (%)



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 12 Haziran 2023

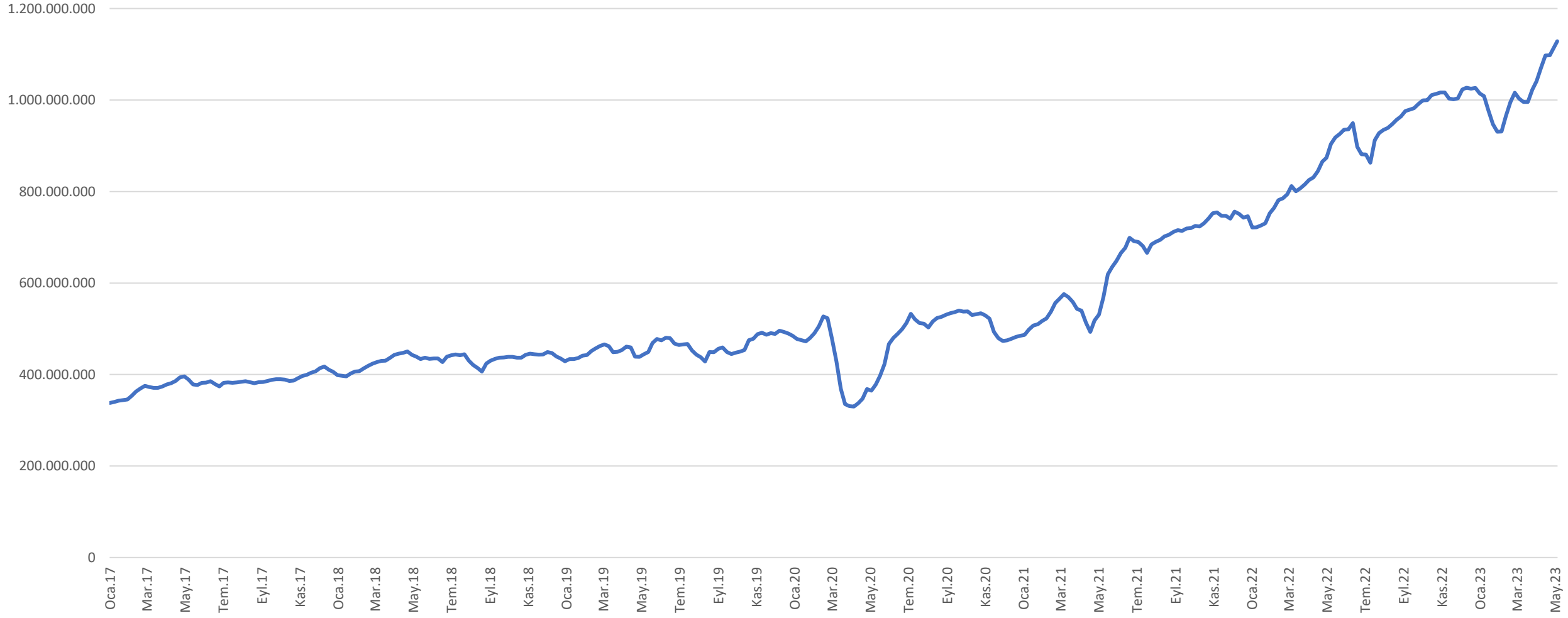
***Mehmet Şimşek: “Zorluklar ve yüksek beklentilerle dolu ağır bir görev verildiğini biliyorum.”***





# 27 – Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın ekonomi yönetiminde değişime gitmesinin ana nedeni Mart-2024 seçimleri öncesi 'sürdürülemez' tabloyu düzeltmek. Ancak, çok acı reçete seçimi kaybettirebilir de!

## **Banka kartı ve kredi kartı işlem adedi** (4 haftalık birikimli, akım veri, işlem adedi)



Kaynak: TCMB

Son veri: 26 Mayıs 2023

## 28 – Son dönemde uygulanan politikaların yol açtığı/açacağı açık + depremlerin gerektirdiği kaynak ihtiyacı yeni vergileri gündeme getirecektir. Bu da daraltıcı ve seçmeni rahatsız edici etki doğurabilir.

**Hazine nakit dengesi** (12 aylık birikimli rakam, milyar ABD Doları cinsinden)



Kaynak: HMB

Son veri: Nisan 2023

## 29 – Kaynak ihtiyacı oldukça fazla. BOTAŞ'ın ertelenmiş borç ödemeleri gibi hesaplarda olmayan rakamları da ilave ettiğimizde ciddi tutarda bir kaynak ihtiyacı görünüyor ki kolay bir durum değil!

### Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç stoku (milyon ABD Doları)

#### Kalan Vadeye Göre Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları)

2023 Mart	
<b>MERKEZ BANKASI</b>	<b>39.321</b>
MUHABİR AÇIKLARI	0
MEVDUAT	39.321
<b>GENEL HÜKÜMET (**)</b>	<b>3.846</b>
<b>BANKALAR</b>	<b>89.046</b>
KREDİLER	33.948
DÖVİZ TEVDİAT HESABI	21.675
BANKA MEVDUATI	16.890
Yurt Dışı Şubeler ve İştirakler	5.230
TL CİNSİNDEN MEVDUAT	16.533
Yurt Dışı Şubeler ve İştirakler	8.142
<b>DİĞER SEKTÖRLER</b>	<b>71.117</b>
TİCARİ KREDİLER	52.860
İTHALAT BORÇLARI	49.852
PREFİNANSMAN VE PEŞİN İHRACAT	3.008
DİĞER KREDİLER	18.257
KAMU	425
ÖZEL	17.832
Yurt Dışı Şubeler ve İştirakler	3.765
<b>TOPLAM</b>	<b>203.330</b>

#### Kalan Vadeye Göre Borçlu Bazında Kısa Vadeli Dış Borç Stoku

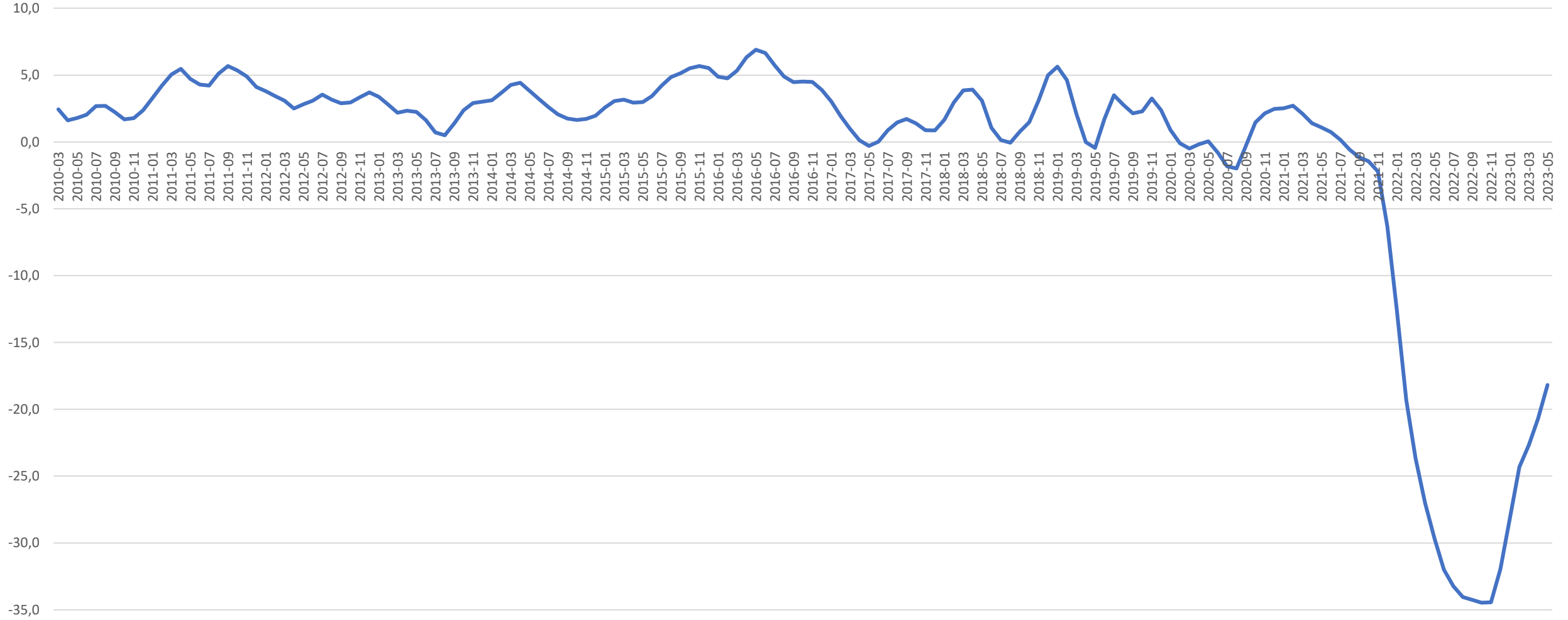
2023 Mart	
<b>KAMU</b>	<b>42.746</b>
GENEL HÜKÜMET (**)	3.846
Merkezi Yönetim	3.396
Mahalli İdareler	450
Fonlar	0
<b>FİNANSAL KURULUŞLAR</b>	<b>38.475</b>
Bankalar	38.475
Bankacılık Dışı	0
<b>FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR</b>	<b>425</b>
KİT'ler	425
Diğer	0
<b>TCMB</b>	<b>39.321</b>
<b>ÖZEL</b>	<b>121.263</b>
<b>FİNANSAL KURULUŞLAR</b>	<b>53.122</b>
Bankalar	50.571
Bankacılık Dışı	2.551
<b>FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR</b>	<b>68.141</b>
<b>TOPLAM</b>	<b>203.330</b>

***Bitmeyen faiz muhabbeti...***



# 30 – Türkiye’de faiz meselesine üç farklı perspektifle yaklaşmak gerekir: Ekonomik, siyasi, ideolojik! Faizleri düşük tutmak tüketimi canlandırıp seçim kazandırdı ama enflasyon ve cari açığı da patlattı!

**Konut faizlerini TÜFE enflasyonundan arındırıp hesaplanan reel faiz oranı** (3 aylık ortalama, %, akım)

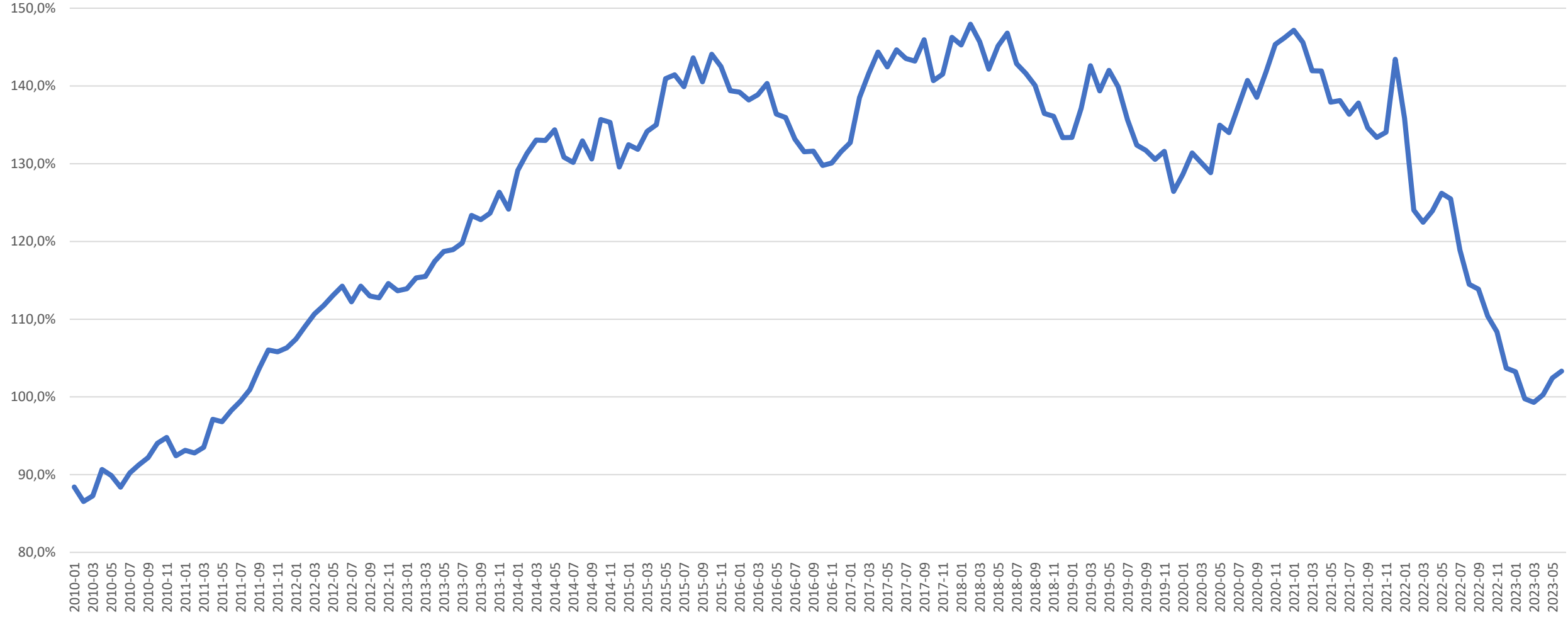


Kaynak: TCMB

Son veri: 2 Haziran 2023

# 31 – Gelineen nokta sürdürülemez! Zaten otorite de faizi artıramayınca kredi verdirmeme yoluna gitti. Bu durum reel sektör açısından ciddi anlamda sorunlu. Ticari faaliyetleri sürdürecektir yakıt kalmadı!

## Bankacılık sektörü TL kredi / TL mevduat oranı (%)

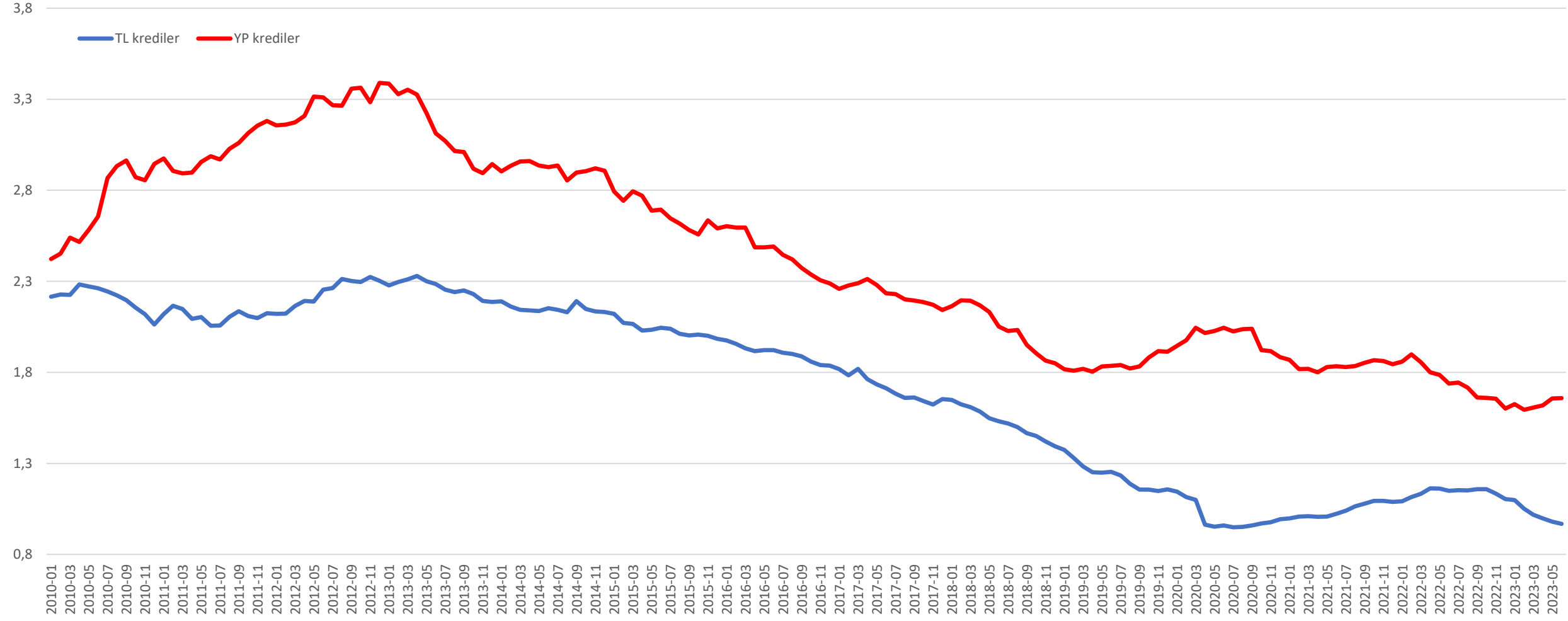


Kaynak: TCMB

Son veri: 2 Haziran 2023

# 32 – Bu noktada bizce faiz seviyesinden ziyade kredi kullanabilme imkanı daha kritik öneme haiz... Bu nedenle de bankacılık sektörünün kredi vermeye başlaması gerekiyor. Özellikle de özellerin...

## Özel yerli + yabancı bankaların toplam kredilerinin kamularinkine oranı

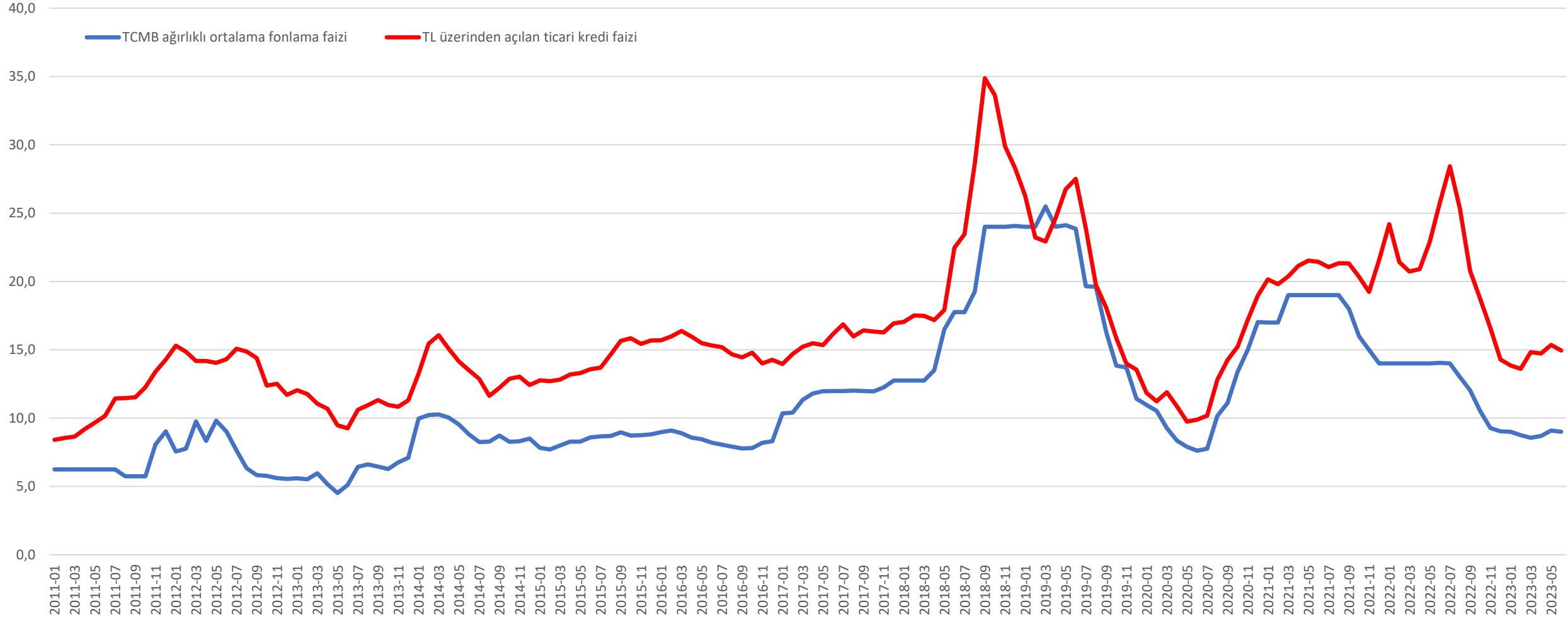


Kaynak: TCMB

Son veri: 2 Haziran 2023

# 33 – Bizi bekleyen büyük bir risk var: TCMB'nin efektif faiz oranını yukarı çekmesi şirketlerin finansman maliyetini hızla artıracak. Zira, son dönemde kredilerin vadesi kısaldı ve değişken faizli oldu.

## Ticari kredi faizleri ile referans faiz oranı arasındaki ilişki (%)



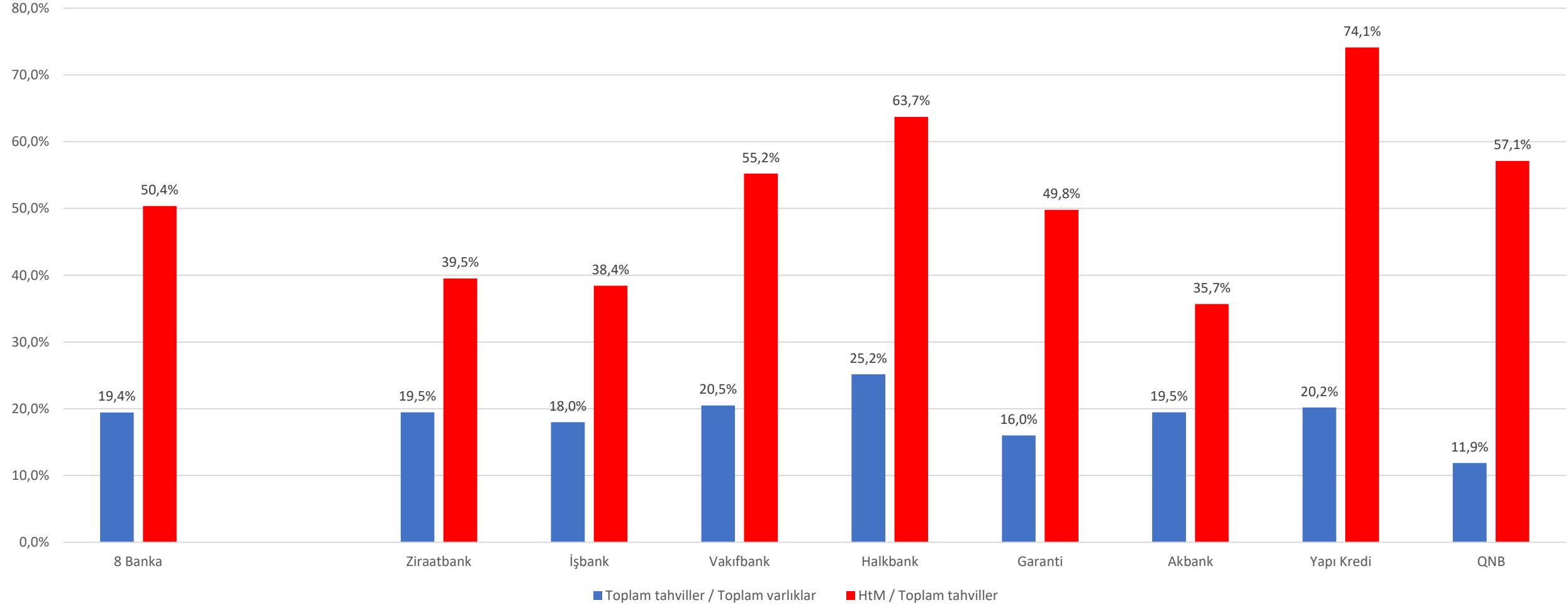
Kaynak: TCMB

Son veri: 26 Mayıs 2023



# 34 – Benzer bir etki bankaların tahvil portföyleri üzerinden de yaşanacak. Neyse ki, bankalar tahvil portföylerinin önemli bir bölümünü HtM’de taşıyor da kar/zarar rakamlarında volatilite yaratmayacak.

## Ticari kredi faizleri ile referans faiz oranı arasındaki ilişki (%)



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 1Ç23

## 35 – TCMB'nin faiz konusunda ne yapacağı büyük bir merak konusu. Öncelikle, 22 Haziran mı, daha erken bir toplantı mı? Politika faizindeki artış muhtemelen sınırlı kalacak. Üst koridor veya GLP...?

---

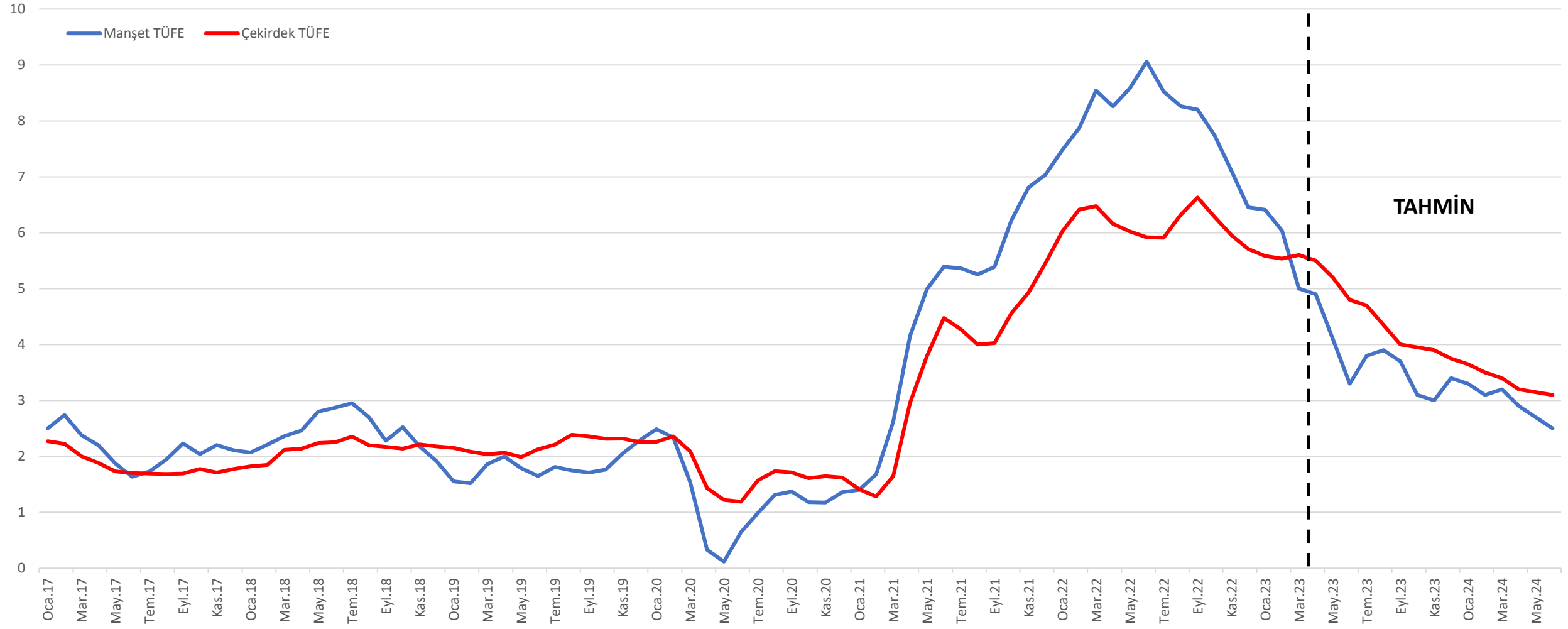
- ❑ TCMB'nin faiz politikasında konvansiyonel bir strateji izlemeyeceği kesin gibi... Koridor uygulamasına geçecek ve GLP de kullanılabilir.
- ❑ 1 hafta vadeli repo faizinin (politika faizi) çok fazla artırılabilirliğini pek zannetmiyoruz. İlk etapta %15 desek!
- ❑ Faiz koridorunun üst kısmını olabildiğinde yukarı çıkarmasında fayda var.
- ❑ Geç Likidite Penceresi normalde olağanüstü durumlarda kullanılır ve ceza özelliği taşır. Biz ilke olarak kullanılmasını çok doğru bulmuyoruz.
- ❑ Taylor Kuralı'na göre hesaplanan faiz oranı %50'lerde. Son 12 aylık TÜFE enflasyonu %39. Ancak, son zamlar ve doğalgaz fiyatı dikkate alındığında enflasyonun yeniden %50'lere yükselmesi kuvvetle muhtemel...
- ❑ Yeni dönemde TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini konuşacağız. Biz ilk etapta %35'in altını sıkıntılı buluyoruz.

***Dünyada faiz artırımlarının sonuna geliyoruz,  
resesyon riski ise şimdilik ılımlı düzeyde.***



# 36 – Bu haftanın en önemli gündem maddesi FED faiz kararı. Ancak, önceki gün ABD TÜFE'si kritik olacak. Piyasa beklentisi, baz etkisinden dolayı yıllık TÜFE artışının %4.1'e gerilemesi yönünde...

**ABD'de yıllık TÜFE enflasyon göstergeleri (%)**



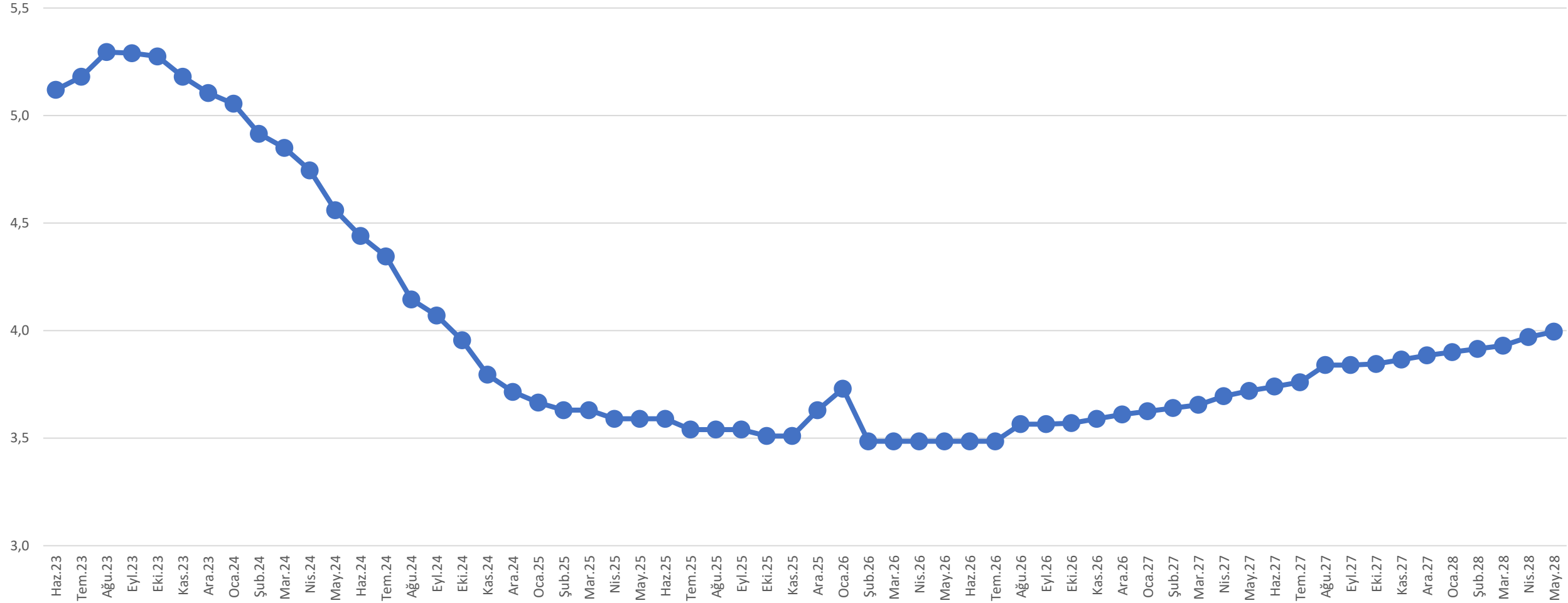
Kaynak: Bloomberg

Son veri: Nisan 2023



# 37 – ABD enflasyon verilerinin ardından sıra Çarşamba geceki FED kararına gelecek. Tahminciler faizlerin sabit bırakılacağını öngörüyor. Piyasanın ise kafası karışık zira hala 1 adet artırım fiyatlıyor.

## ABD'de FED funds Futures işaret ettiği politika faiz oranı (%)



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 9 Haziran 2023

## 38 – FED’in faiz kararı kadar üç ayda bir yayımladığı tahmin seti de önemli. Bankacılık kriziyle FED üyelerinin tahminlerinde nasıl bir değişim olduğu merak ediliyordu. Hele ki enflasyon gevşerken...

### FED üyelerinin ekonomik projeksiyonları

Percent												
Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0–0.8	1.0–1.5	1.7–2.1	1.7–2.0	-0.2–1.3	0.3–2.0	1.5–2.2	1.6–2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4–1.0	1.3–2.0	1.6–2.0	1.7–2.0	-0.5–1.0	0.5–2.4	1.4–2.3	1.6–2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0–4.7	4.3–4.9	4.3–4.8	3.8–4.3	3.9–4.8	4.0–5.2	3.8–4.9	3.5–4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4–4.7	4.3–4.8	4.0–4.7	3.8–4.3	4.0–5.3	4.0–5.0	3.8–4.8	3.5–4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0–3.8	2.2–2.8	2.0–2.2	2.0	2.8–4.1	2.0–3.5	2.0–3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9–3.5	2.3–2.7	2.0–2.2	2.0	2.6–4.1	2.2–3.5	2.0–3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.6	2.6	2.1		3.5–3.9	2.3–2.8	2.0–2.2		3.5–4.1	2.1–3.1	2.0–3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2–3.7	2.3–2.7	2.0–2.2		3.0–3.8	2.2–3.0	2.0–3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1–5.6	3.9–5.1	2.9–3.9	2.4–2.6	4.9–5.9	3.4–5.6	2.4–5.6	2.3–3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1–5.4	3.9–4.9	2.6–3.9	2.3–2.5	4.9–5.6	3.1–5.6	2.4–5.6	2.3–3.3

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.

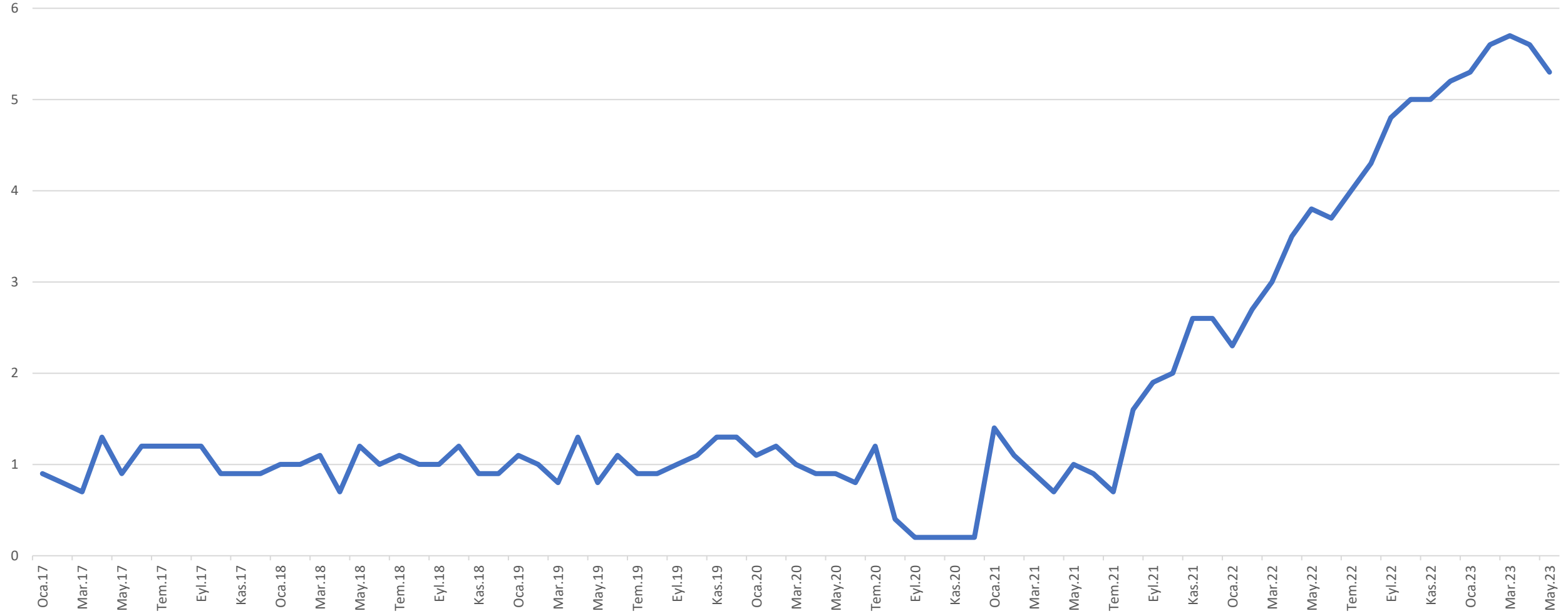
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

## 39 – Perşembe günü ise sahneye ECB çıkacak. ECB'nin 25 baz puan faiz artırımına gitmesine kesin gözüyle bakılıyor. Zayıf ekonomik görünümüne rağmen ECB enflasyonist baskıları kırmayı planlıyor.

### Euro Bölgesi yıllık çekirdek TÜFE artışı (%)



Kaynak: Bloomberg

Son veri: Mayıs 2023

**40 – Çin'in hikayesi ise çok farklı. Yıllık bazda enflasyon neredeyse sıfır. Ekonomi kuvvetli değil. Bu nedenle de Çin'in faiz indirmesi bekleniyor. Bu haftaki toplantıdan 10bps faiz indirimi bekleniyor.**

### Çin'de yıllık TÜFE artışı (%)



Kaynak: Bloomberg

Son veri: Mayıs 2023



# ***Küresel mali piyasaların seyri...***



# 41 – EURUSD paritesi büyük bir kararsızlık içinde. FED duruyor, ECB faiz artırmaya devam ediyor olsa da ABD'de istihdam güçlü, Euro Bölgesi'nde görünüm zayıf. Biz 1.1250 tahminimizi koruyoruz.

## EURUSD paritesinin seyri ve basit teknik görünüm



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 12 Haziran 2023

# 42 – Ülkesinin çehresini radikal bir şekilde değiştirmeyi amaçlayan S.Arabistan petrol fiyatlarının zayıf olmasından çok şikayetçi. Rusya ise savaşı finanse ediyor... Fiyatlarda yükseliş kolay olmaz.

## Brent cinsi ham petrol varil fiyatının seyri ve basit teknik görünüm



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 12 Haziran 2023

# 43 – ABD’de 2022’de tabiri caizse dayak yiyen teknoloji şirket hisseleri bu yıl acısını çıkarıyor. Zayıf ekonomik gidişata güçlü bir şekilde direnç gösteriyorlar. Bu da Nasdaq’ta toparlanmaya yol açıyor.

**ABD borsa endekslerinin seyri** (1/1/2022 = 100 endeks)



Kaynak: Bloomberg

Son veri: 12 Haziran 2023

# 44 – Altın fiyatları tarihi zirve seviyesini test ettikten sonra 6 hafta boyunca zayıf bir eğilim kaydetti. Yükseliş kanalının desteğinde şimdilik tutunmuş gibi. Jeopolitik riskler ve tahvil faizlerini izleyelim.

## XAUUSD paritesinin seyri ve basit bir teknik görünüm

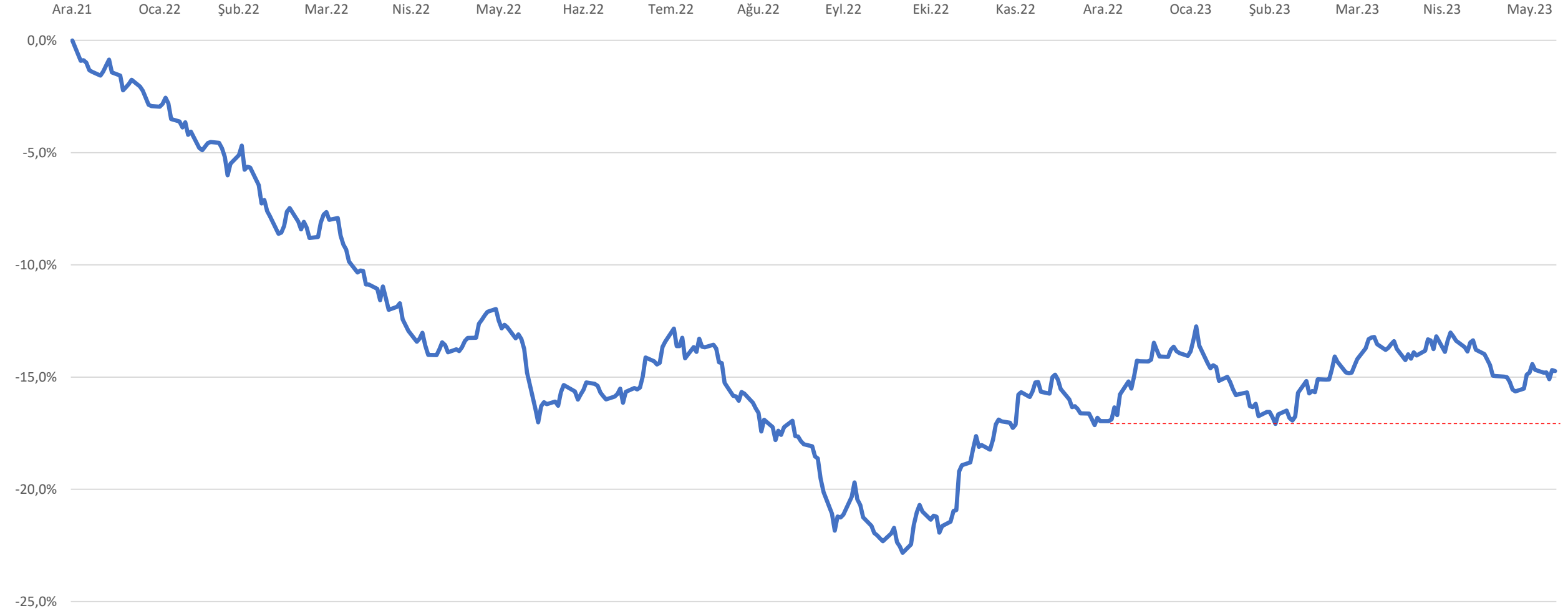


Kaynak: Bloomberg

Son veri: 9 Haziran 2023

# 45 – Küresel tahvil piyasaları uzun süredir yatay bir eğilim kaydediyor zira kafalar oldukça karışık... Bu hafta FED'in kararı ve ABD enflasyonu tahvil piyasalarını da olumlu anlamda hareketlendirebilir.

## Küresel tahvil getirisi (% , 2022 yılı başına göre)



Kaynak: Bloomberg

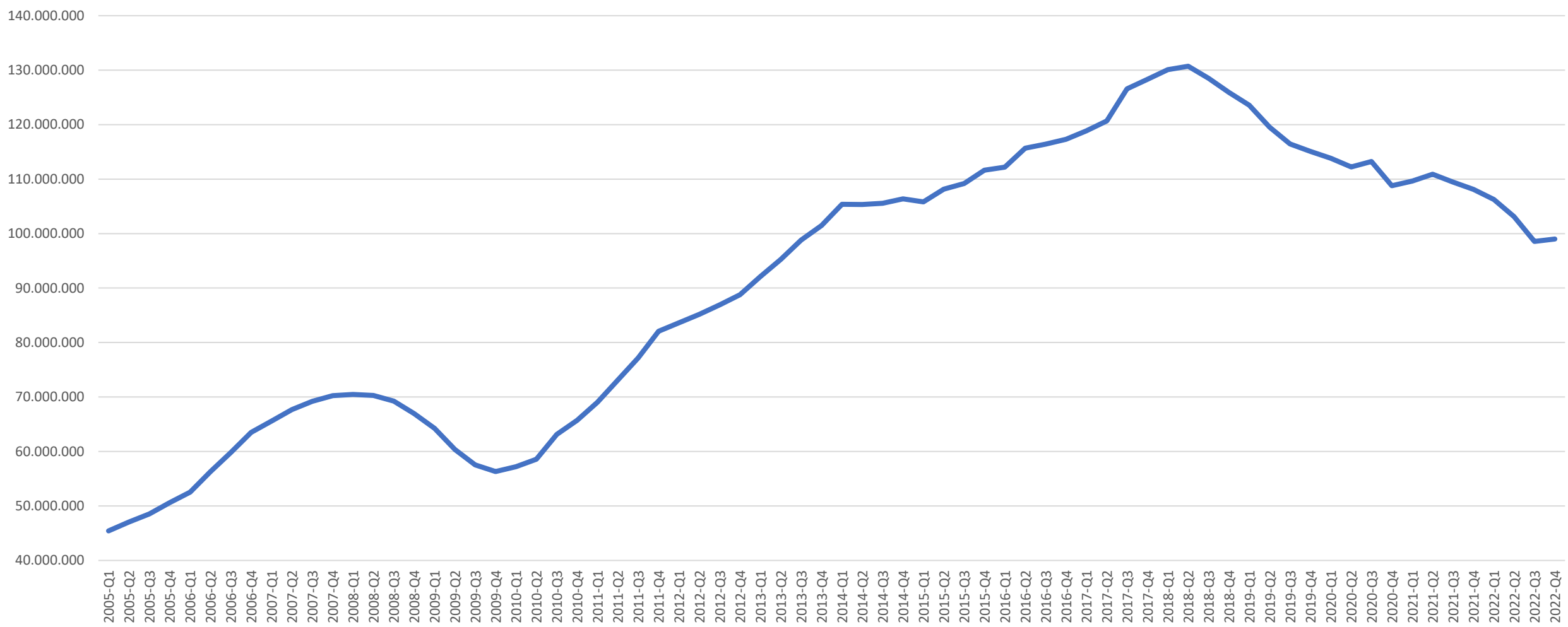
Son veri: 9 Haziran 2023

***Türkiye’de inşaat sektörünün seyri ve geleceğine ilişkin beklentilerimiz...***



# 46 – Türkiye’de inşaat sektörü 2018’den bu yana ivme kaybediyor. Bunun ana nedeni istikrar ve öngörülebilirlik eksikliği... Faizlerin genel seyrinin yukarı yönde olması da bu seyirde etkili oluyor!

## 4 çeyrek birikimli Türkiye inşaat harcamaları (sabit fiyatlarla)



Kaynak: TÜİK, TCMB

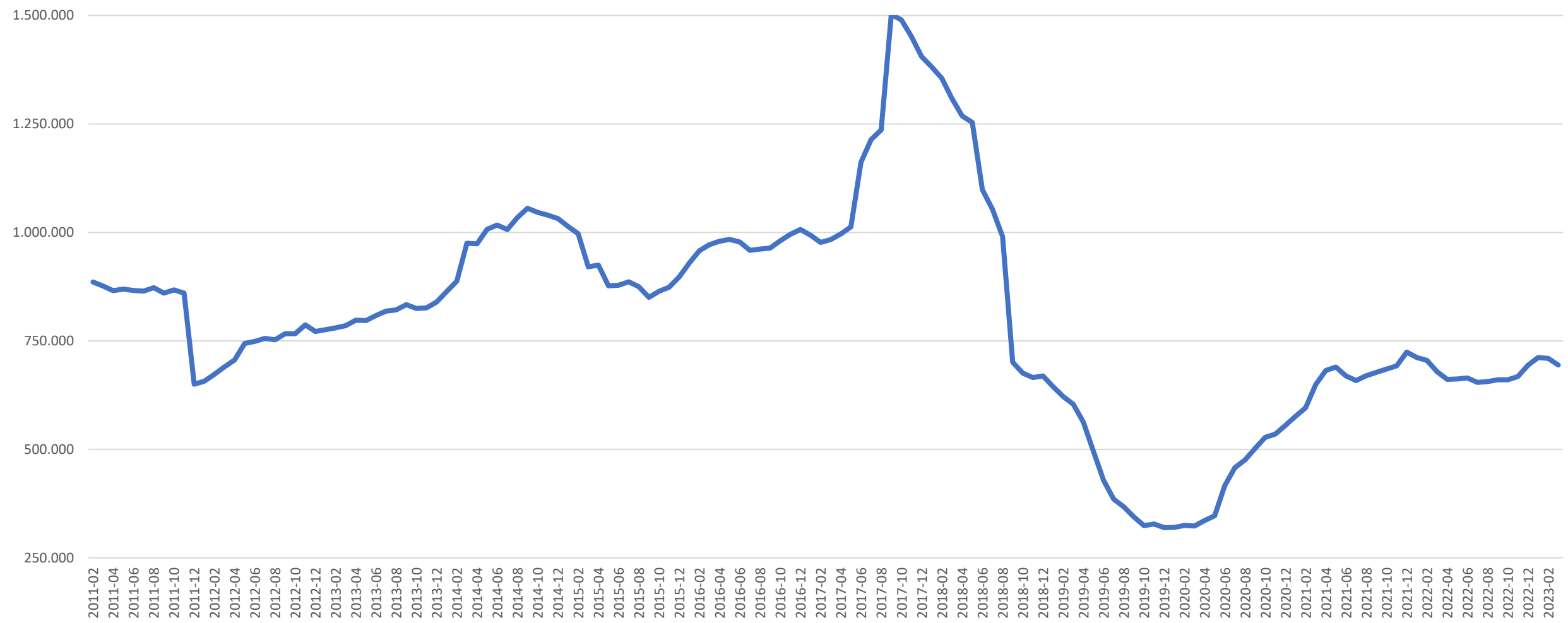
Son veri: 2022 sonu





# 47 – Konut sektörü özelinde baktığımızda da tablo pek farklı değil. Ruhsat izni 2018'e kadar hızlı bir şekilde artarken sonrasında bıçak gibi kesildi. Bunda pandeminin etkisi de gözardı edilmemelidir.

## 12 aylık birikimli yapı ruhsat izni (toplam daire sayısı)



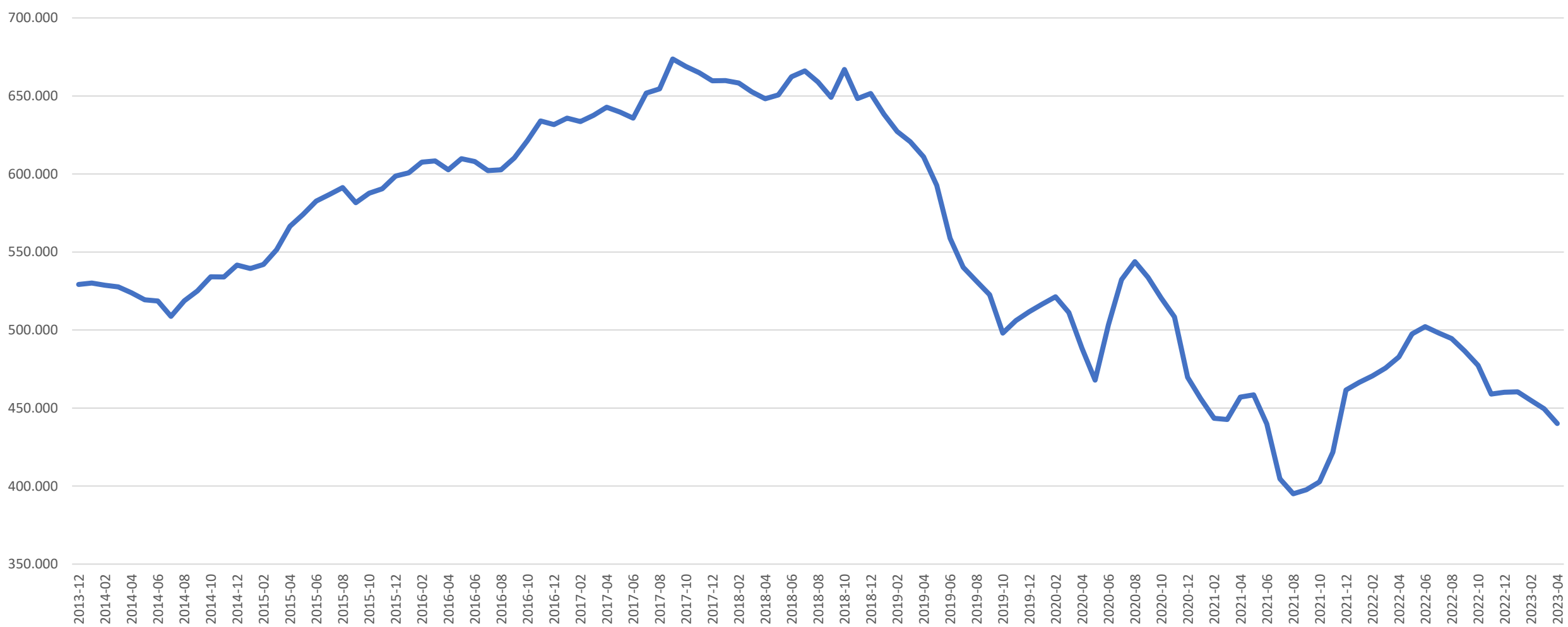
Kaynak: TÜİK, TCMB

Son veri: Mart 2023



# 48 – Konut satış adedi ile konut imalat rakamlarını karıştırmamak gerek. Yüksek enflasyon ortamında ‘mala bağlama’ eğilimi ile konut sektöründe canlanma olsa da birinci el satışlar hala çok zayıf!

**12 aylık birikimli toplam birinci el konut satışı (adet)**



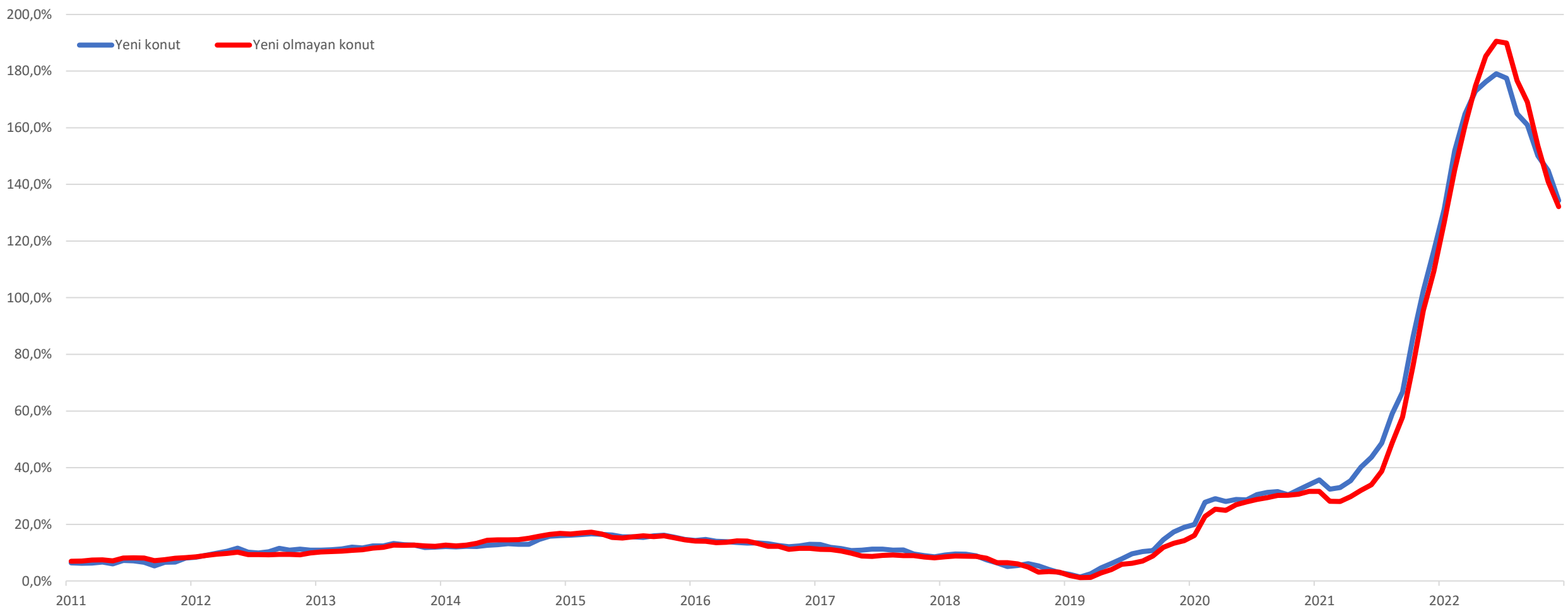
Kaynak: TÜİK, TCMB

Son veri: Nisan 2023



# 49 – Konut fiyatlarındaki ciddi artışı nasıl açıklayabiliriz? Gerçek enflasyonun resmiden çok daha fazla olması! ‘Mala bağlama’ eğilimi ile zirve yapan fiziksel varlık talebi! Rekor inşaat maliyet artışı!

## Konut fiyatlarındaki yıllık değişim oranı



Kaynak: TCMB

Son veri: Nisan 2023

# 50 – Bu fiyat artışında ‘arz’ tarafının etkisi olabilir mi? Konut sektöründe arz/stok fazlası olduğu iddiasını sıkça duymuşsunuzdur! Bu iddia doğru mu? Kentsel dönüşüm acaba dikkate alınıyor mu?

## Konut sektörüne ilişkin bazı rakamlar

Yapı kullanma izni verilen	İlk satış	Konut stokuna eklenen	İlk satış / izin verilen (%)
-------------------------------	-----------	--------------------------	---------------------------------

Gündem

KAYNAK AA HABER GİRİŞ 16.03.2023 13:19 SON GÜNCELLEME 16.03.2023 13:24

## Kentsel dönüşümle 3 milyon 300 bin konut depreme dayanıklı hale getirildi

Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığınca, son 20 yılda kentsel dönüşüm uygulamaları kapsamında ülke genelinde 3 milyon 300 bin konutun dönüşümü gerçekleştirildi.

2021	626.910	461.523	165.387	73,6
2022	642.269	460.079	182.190	71,6
1Ç23	130.299	83.907	46.392	64,4
<b>TOPLAM</b>	<b>7.457.107</b>	<b>5.599.237</b>	<b>1.857.870</b>	<b>74,3</b>

# *Türkiye'de iç talep göstergeleri...*



# 51 – Yüksek ve de ne olacağı belirsiz bir enflasyonist dönemde parayı ‘mala bağlama’ eğilimi doğru bir tercihtir. Yüksek enflasyonla yaşama deneyimi olan Türk halkı bu noktada doğru tepki gösterdi.

## 6 aylık birikimli perakende otomobil satışları (hafif ve ticari, adet)



Kaynak: ODD

Son veri: Mayıs 2023

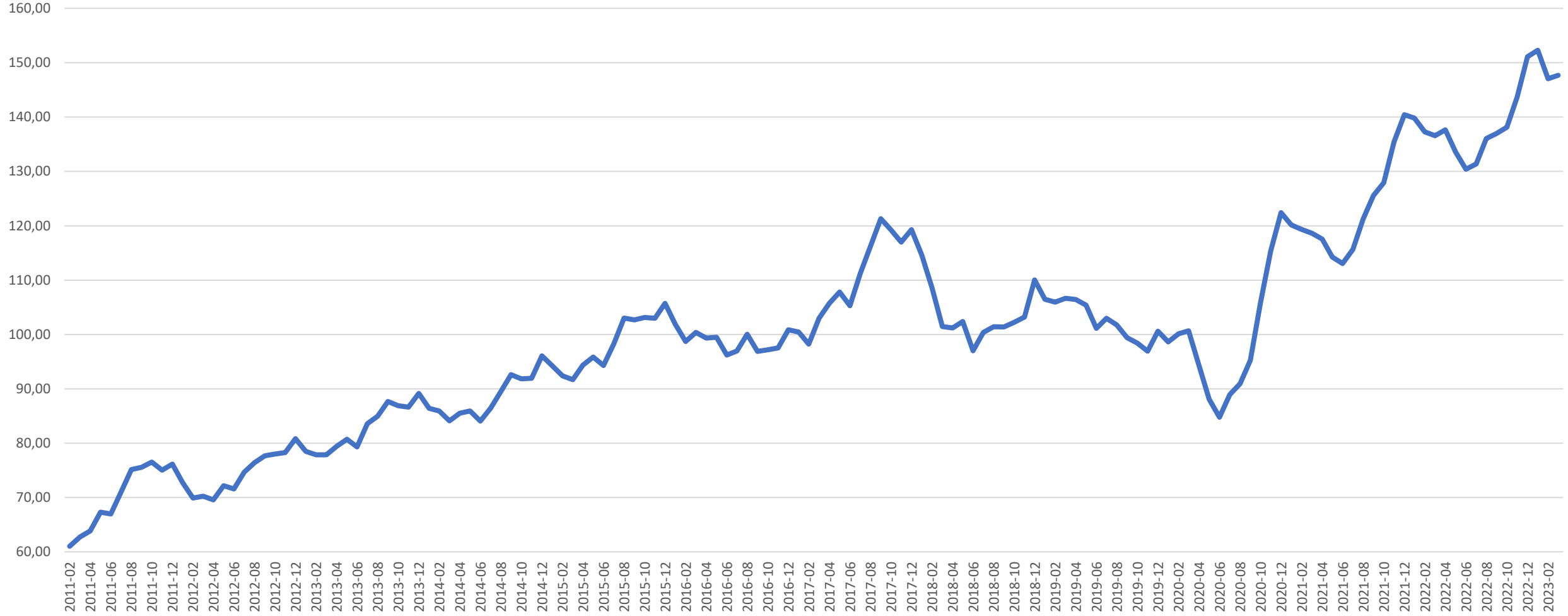
**52 – ‘Mala bağlama’ eğiliminin bir parçası olarak beyaz eşya satışlarında da ciddi artış oldu. Bu yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %10.1 artışla tüm zamanların iç satış rekoru kırıldı.**

**Beyaz eşya iç pazar satışları (adet)**

	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>1Ç23</b>
<b>BUZDOLABI</b>	1.810.238	1.719.567	2.019.363	2.248.051	2.234.401	
<b>DERİN DONDURUCU</b>	818.218	766.617	1.057.570	1.117.984	615.426	
<b>ÇAMAŞIR MAKİNESİ</b>	1.948.671	1.853.693	2.100.945	2.149.938	2.141.871	
<b>BULAŞIK MAKİNESİ</b>	1.460.700	1.332.131	1.458.603	1.643.820	1.868.249	
<b>FIRIN</b>	946.768	816.737	911.457	1.071.301	1.085.484	
<b>KURUTUCU</b>	125.598	166.410	215.312	249.335	392.708	(%10.1)
<b>TOPLAM</b>	<b>7.110.193</b>	<b>6.655.155</b>	<b>7.763.250</b>	<b>8.480.429</b>	<b>8.338.139</b>	<b>2.338.125</b>

# 53– İç talepteki canlılık her alanda kendisini gösterdi. Bir yandan toplam konut satışlarındaki artış, diğer yandan ev yenileme ihtiyacı olarak mobilya satışlarında ciddi oranda bir yükseliş kaydedildi.

## Sanayi üretimi endeksinin mobilya imalatı alt kalemi (6 aylık ortalama endeks)



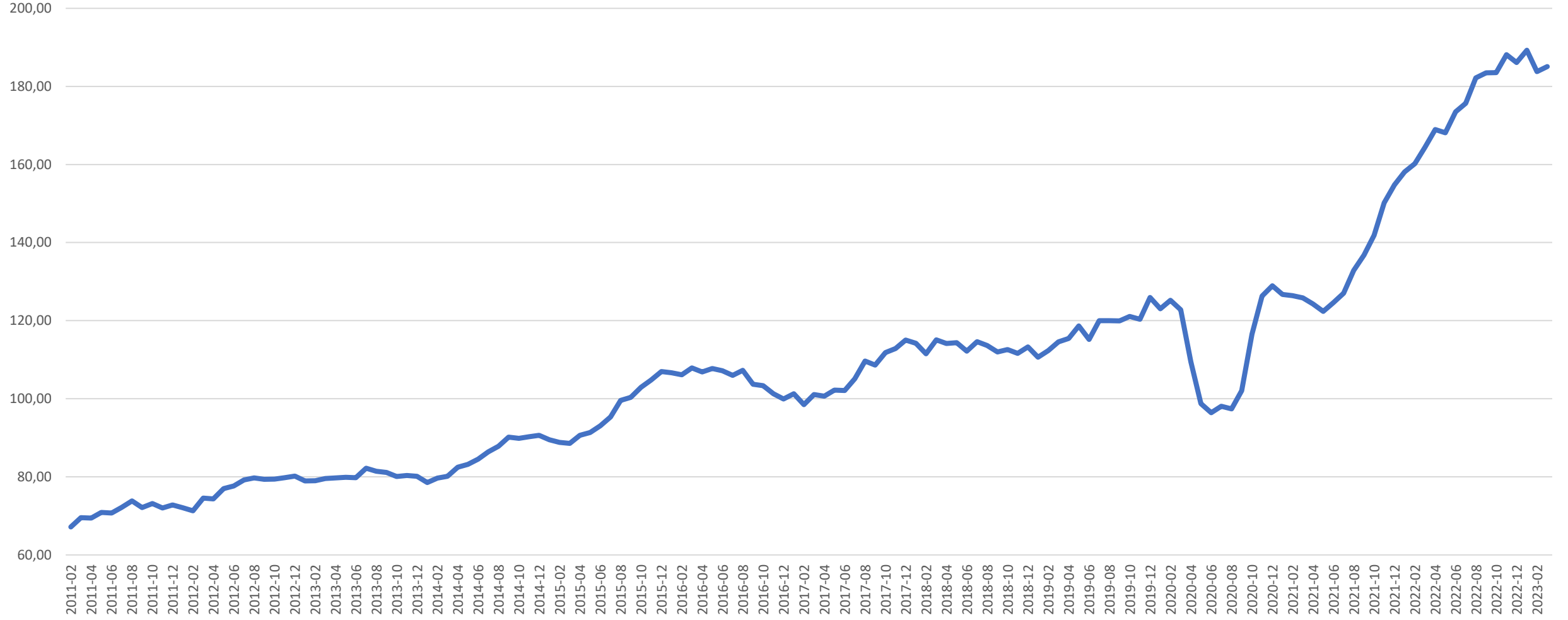
Kaynak: TÜİK

Son veri: Mart 2023



# 54 – Giyim perakendecileri 2022 tarzında bir yıl yaşamadıklarını ve bir daha da yaşayacaklarını hayal dahi etmediklerini belirtiyorlar! Burada turizmin de (özellikle Arap ve Fars) payı yadsınmamalı.

## Sanayi üretimi endeksinin giyim eşyaları imalatı alt kalemi (6 aylık ortalama endeks)



Kaynak: TÜİK

Son veri: Mart 2023

## 55 – Baz senaryoya göre tahmin ve öngörülerimiz...

	2022	2023	2024	2025
GSYH büyümesi (%)	5,6	3,5	5,0	5,0
TÜFE (yıllık %)	64,3	45,0	30,0	17,5
ÜFE (yıllık %)	97,7	52,5	22,5	12,5
Politika faizi (%) *	9,0	30,0	20,0	10,0
USDTRY kuru (dönem sonu)	18,7100	28,0000	30,0000	32,5000
EURTRY kuru (dönem sonu)	20,0200	31,5000	34,5000	37,3750
5 yıl vadeli CDS risk primi (bps)	510,0	450,0	275,0	225,0
EURUSD paritesi (dönem sonu)	1,0705	1,1250	1,1500	1,1500
SOFR 3 ay (%)	4,3	4,8	3,3	2,8
Euribor 3 ay (%)	2,1	3,3	2,8	2,3
TL ticari kredi faizi (%)	13,7	35,0	17,5	12,5
USD ticari kredi faizi (%)	8,9	9,0	6,0	5,5
İşsizlik oranı (%)	10,3	11,5	9,5	8,5
2 yıl vadeli tahvil faizi (%)	9,9	25,0	15,0	10,0
10 yıl vadeli tahvil faizi (%)	9,8	22,5	12,5	9,0

\* TCMB ortalama fonlama maliyeti

## 56 – Bu tablo bize ne diyor?

---

- ❖ ‘Rasyonel zemine dönüş’ senaryosu en kötü kışa kadar, en iyi ihtimalle ise yerel seçimlere kadar mevcut oyunu sürdürür...
- ❖ Ancak, iç talepte ivme kaybı yaşanması kaçınılmaz. Bu nedenle de talep düşüşünden dolayı şirket faaliyetleri hız kesebilir.
- ❖ Hem döviz kuru hem de faiz göreceli olarak daha yüksek bir seviyede denge bulacaktır.
- ❖ Kredi imkanları bugüne göre biraz daha gevşeyecek ancak eski güzel günleri aratacak düzeyde kalacaktır.
- ❖ Vergi artışları gündeme gelecek olsa da yerel seçimler öncesinde radikal nitelikte bir vergi düzenlemesi beklenmemeli.
- ❖ Depremin bizatihi kendisi ve beklentisi nedeniyle inşaat sektörü canlı kalacaktır ancak satın alma gücündeki erime sorun...
- ❖ Yüksek gelir grubuna hitap eden ürün ve hizmetlere yönelik talep korunur. Düşükte de belli ölçüde... Ancak, B-segment riskli.
- ❖ TL’deki değer kaybı, Avrupa ekonomilerinde ikinci yarından itibaren hafif çaplı toparlanma ihracatı biraz kıpırdatabilir.
- ❖ Nakit akış yine çok kritik olacak. Karsız/düşük karlı işlerde küçülme düşünülmeli. Ürün/coğrafik çeşitlendirme düşünülmeli.
- ❖ Karlarda hissedilir düzeyde bir düşüş olabilir. Bu durumda verimlilik artışı ve etkinlik tesis edici faaliyetler özendirilmeli.