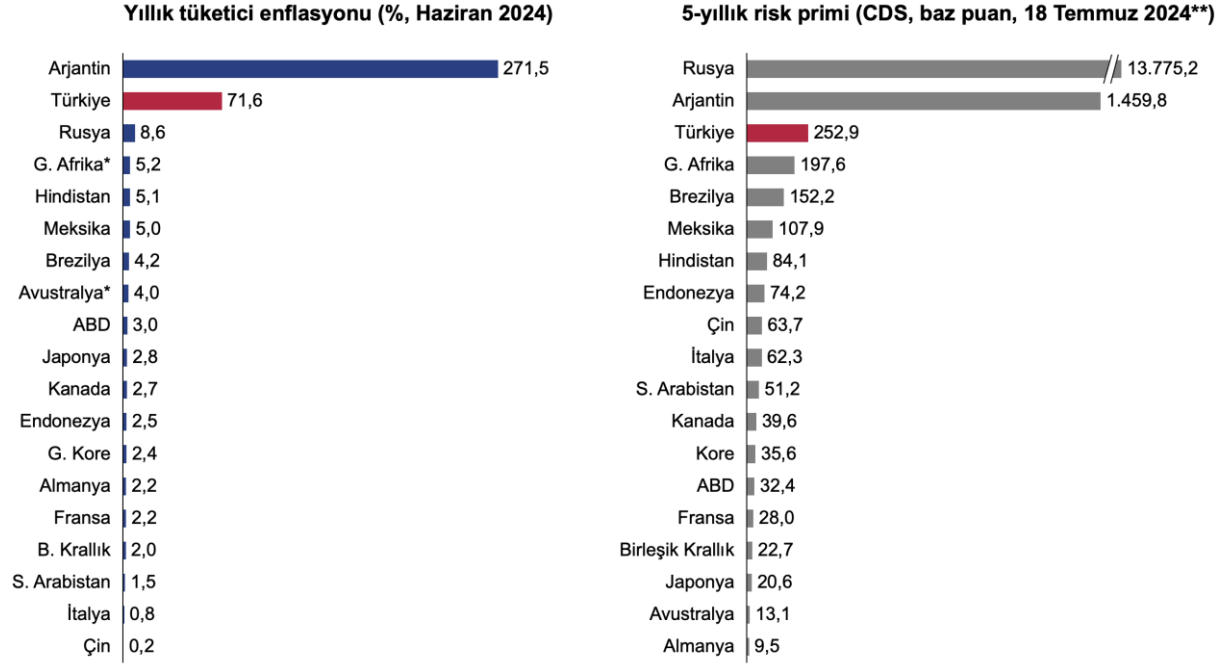


Para Politikası Değerlendirme Notu<sup>1</sup>

Sayı: 11 / 21 Temmuz 2024

## Vaziyet

## Şekil 1. G20'de yıllık tüketici enflasyonu ve 5-yıllık risk primi (CDS)



**Kaynak:** investing.com, Trading Economics, World Government Bonds. \*Mayıs 2024 verisi kullanılmıştır. \*\*Rusya için 30 Mayıs 2023, Kanada için 20 Kasım 2023 verisi kullanılmıştır.

- Türkiye'nin Haziran 2024'te yüzde 1,64 olan aylık tüketici enflasyonu G20 ülkeleriyle kıyaslandığında yüksektir. Öte yandan yakın geçmişte aldığı değerlere kıyasla belirgin biçimde azalarak son haftalarda 252 baz puanı civarında seyreden risk priminin daha düşük düzeylere inmesi gerekmektedir.
- Bundan önceki değerlendirme notlarımızda, uygulanmakta olan ekonomi programının -büyüme- sürdürülebilir bir patikaya oturtmak; enflasyonu, faizleri ve risk primini düşürmek gibi- kısa vadeli amaçlarına ulaşabilmesi için çözmesi gereken iki temel sorun olduğunun altını çizmiştik.
- Bunlardan ilki, cari işlemler açığından doğan finansman ihtiyacının normal kanallardan karşılanmamasıydı. Son dönemde Merkez Bankası rezervlerindeki artış bu sorunun azaldığını göstermektedir.
- İkinci temel sorun ise hem Mayıs 2023 seçimleri öncesi yapılan harcamaların hem de deprem harcamalarının bütçe açığının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açması ihtimaliydi.

<sup>1</sup> TEPAV Makroekonomi Çalışma Grubu tarafından hazırlanmıştır. Makroekonomi Çalışma Grubu, Ekrem Cunedioğlu, Ali Çufadar, Fatih Özatay ve Burcu Aydın Özüdoğru'dan oluşmaktadır.

Yılın ilk altı ayındaki gerçekleştirmeler harcama baskılarının sürdüğünü göstermektedir. TEPAV bünyesinde yaptığımız çalışmalar, ek önlem alınmazsa bütçe açığı ve borç stokundaki bozulmanın devam edeceğine işaret etmektedir.

**5.** Para politikası açısından temel sorunun Mayıs 2024'te yüzde 75 civarında bir düzeyde tepe noktasına ulaşması beklenen enflasyonun 2024 sonunda hedeflenen düzeye nasıl düşürüleceği ve daha sonraki dönemde de bu düşüş eğiliminin nasıl devam ettirileceği olduğunu önceki notlarımızda vurgulamıştık. Yeni programın uygulanmaya başlamasından sonra bu konuda olumlu adımlar atılmakla birlikte hala bazı sorunlar bulunmaktadır.

**6.** Makroekonomik istikrarı sağlamayı amaçlayan mevcut programdan vazgeçilmedikçe, enflasyon açısından en kötü geride kalmıştır. Birincisi, 2023 yılının özellikle temmuz ve ağustos aylarında çok yüksek gerçekleşen aylık enflasyon oranları yerine çok daha düşük aylık enflasyon gerçekleştirmeleri gözlenecektir. İkincisi, Türk lirasının uzun bir süredir reel olarak değerlendirilmesi enflasyonu önemli ölçüde düşürecek bir gelişmedir. Üçüncüsü, Türk lirası cinsinden yüksek kredi faizleri ve enflasyonla mücadele açısından makul düzeylere çıkmış Türk lirası cinsinden mevduat faizlerinin enflasyonu azaltıcı etkileri belirginleşecektir. Dördüncüsü, bu gelişmelere paralel olarak enflasyon bekleyişleri de düşecek ve bu düşüş ileri için geçerli olacak sözleşmelere yansıtacaktır.

**7.** Gerçekleşme ihtimali yüksek olan bu olumlu gelişmelere karşın önemli bazı riskler bulunduğu da altı çizilmelidir.

**8.** Birincisi, kredi piyasasına getirilen ve makro ihtiyati olduğu söylenen kısıtlamalar sonucunda kredi faizleri enflasyonla mücadele açısından gerekli olan seviyenin üzerine çıkmıştır. Söz konusu düzenlemelerin gözden geçirilmesinde yarar vardır. Ayrıca, dolar cinsinden kredi arzını kısıtlayıcı önlemlere karşın sürecin finansal istikrar açısından hala dikkatle izlenmesi gerekmektedir.

**9.** İkinci önemli risk, yukarıda da belirtildiği gibi yüksek bütçe açığıdır. Alınan önlemlerin 2024 bütçe açığının GSYH'ye oranını OVP'de öngörülen düzeye (yüzde 6,4) yaklaştıracığı tahmin edilmektedir. Ek olarak, TBMM'de tartışılan vergi düzenlemelerinin yasalaşması halinde bütçe açığı bir miktar daha azalabilir. Ancak bütçe açığının 2024 ve 2025'te alabileceği değerlerin makroekonomik istikrarı sağlamak açısından hala yüksek düzeylerde gerçekleşeceğinin altı çizilmelidir.

**10.** Üçüncüsü, Mayıs 2023 seçimlerinden sonra başlayan ekonomide rasyonele dönüş süreci kapsamlı bir programa dönüştürülüp, bu programın sosyal kesimler tarafından desteklenmesi sağlanmadıkça enflasyonla mücadelenin ne kadar süreceği sorusu hep zihinlerde asılı kalmakta ve uygulanmakta olan programın etkinliğini azaltmaktadır.

**11.** Dördüncüsü, Ağustos verisi açıklandıktan sonra enflasyonun 2024 sonunda Merkez Bankası'nın tahminine yakın bir düzeyde gerçekleşeceğinin belirginleşmesi ve -ekonomi programı yarıda kesilmedikçe- enflasyondaki düşüş sürecinin 2025'te de devam edeceğine dair beklentilerin yaygınlaşmasıyla politika faizinin düşürülmesi gündeme gelecektir. Politika faizi hakkında programı tasarlayan, tasarımın hayata geçmesi kararını alan ve programı uygulayanlardan sadece Merkez Bankası'nın yorum yapması, politika faiz kararının sadece enflasyondaki düşüş süreci çerçevesinde alındığına kamuoyunun ikna edilmesi açısından elzemdir. Merkez Bankası'nın açıklamaları dışındaki açıklamaların, para politikasının etkisini azaltıp, risk primini olumsuz yönde etkilemesi ihtimali çok yüksektir.

**12.** Politika faizinin düşürülmesi gündeme geldiğinde dikkate alınması gereken bir başka önemli risk, çeşitli kurumların hesapladığı enflasyon değerleri arasındaki farkların son aylarda azalmakla birlikte hala yüksek olmasıdır. TÜİK'in açıkladığı değerlerin, özellikle 2022 yılında diğer kurumların açıkladığı enflasyon değerlerinden neden çok farklılaştığının kamuoyunu tatmin edici bir biçimde hala açıklanmamış olması, "hangi enflasyona göre" faiz kararının alındığı eleştirisini doğurma riski yaratmaktadır. Bu riski azaltacak karşı önlemler bugünden düşünülmelidir. Şeffaflık tüm endeksler için iyidir.

**13.** Öte yandan, son zamanlarda Merkez Bankası'nın bankacılık sisteminden likidite çeker konumuna geldiği gözlenmektedir. Özellikle döviz alımları nedeniyle bu durumun uzunca bir süre devam edeceği öngörülyorsa, çok yakın bir gelecekte politika faizinin, koridorun alt sınırı olan 'gecelik borçlanma faizi' olması gerekecektir. Bu durumda, o dönemde geçerli olan politika faizinin düzeyini korumak için koridorun yukarıya doğru kaydırılması gündeme gelecektir. Bunun, para politikasının sıkılaştırılması anlamına gelmediği açık biçimde anlatılmalıdır.

**14.** Para politikası açısından 2025 sonu için hedeflenen yüzde 14 yıllık enflasyon düzeyine odaklanmak gerekmektedir. Enflasyonun bu düzeye sadece para ve maliye politikası ile yaklaştırılmaya çalışılması toplumsal maliyet açısından ele alındığında istenilir bir seçenek değildir. Programın mutlaka yeni bir kalkınma stratejisine dayalı yapısal tedbirlerle güçlendirilmesi gerekmektedir.

### Ne Yapmalı?

**15.** Bütçe açığını azaltıcı önlemlerin önümüzdeki dönemde de sürdürülmesi zorunludur ve kamu maliyesindeki sorunlar yapısal çerçevede ele alınmalıdır. İlaveten, hükümetin yönetilen ve yönlendirilen fiyatlara ilişkin aldığı kararlar enflasyonla mücadeleyi destekleyici yönde olmalıdır. Ayrıca para politikası aktarım mekanizmasının düzgün çalışmasını engelleyen ve potansiyel sorunlara yol açabilecek düzenlemeler artık kaldırılmalıdır.

**16.** Makroekonomik istikrarı sağlayıcı politikaların yanı sıra politik baskı altında kalmaları halinde makroekonomik dengelerin bozulmasına yol açan -TCMB, TÜİK ve BDDK gibi kurumları bağımsız kılacak, verimliliği artıracak, yeşil dönüşüm sürecini hızlandıracak, eğitimin niteliğini yükseltecek, adil ve hızlı çalışan bir hukuk sistemini oluşturacak yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi önem taşımaktadır.

### Sonuç

**17.** Bu değerlendirmeler ışığında, politika faizinde bir değişikliğe gerek yoktur. Ancak döviz alımları nedeniyle sistemdeki likidite fazlasının kalıcı olacağı öngörülyorsa, para politikasındaki sıkılığın korunması amacıyla faiz koridorunda teknik bir değişikliğe ihtiyaç olacaktır. Bu çerçevede, ilk aşamada faiz koridorunun alt sınırı 2 puan artırılarak yüzde 49'a yükseltilmelidir. Likidite fazlasının iyice artması halinde ise politika faizinin, koridorunun alt sınırı olan bankalardan borç alma faizi olacağı açıklanmalıdır.

**18.** Bu süreçte Türk lirası cinsinden finansmana erişimi zorlaştıran düzenlemelerin olumsuz etkileri, Türk lirasının reel değerlendirme düzeyi ve olası finansal istikrarsızlık unsurları dikkatle takip edilmelidir. Özellikle Türk lirası cinsinden ticari kredi kısıtları kademeli şekilde kaldırılmalıdır.

**19.** Ayrıca, uygulanmakta olan programın ekonomide tam anlamıyla rasyonele dönüşü sağlayacak bir programa dönüştürülmesine yönelik olarak yukarıda ana başlıkları verilen güçlendirici adımlar bir an önce atılmalıdır.