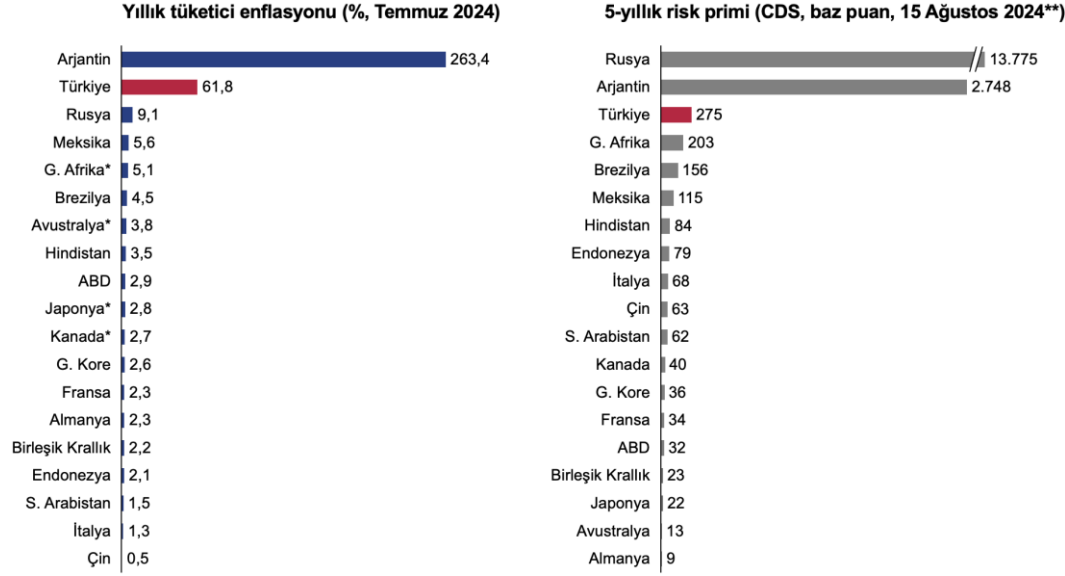


Para Politikası Değerlendirme Notu<sup>1</sup>

Sayı: 12 / 16 Ağustos 2024

## Vaziyet

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



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

1. Türkiye'nin Temmuz 2024'te yüzde 61,8 olan aylık tüketici enflasyonu G20 ülkeleriyle kıyaslandığında yüksektir. Öte yandan yakın geçmişte aldığı değerlere kıyasla belirgin biçimde azalarak son haftalarda 275 baz puanı civarında seyreden risk priminin daha düşük düzeylere inmesi gerekmektedir.
2. Bundan önceki değerlendirme notlarımızda, uygulanmakta olan ekonomi programının -büyüme-yi sürdürülebilir bir patikaya oturtmak; enflasyonu, faizleri ve risk primini düşürmek gibi- kısa vadeli amaçlarına ulaşabilmesi için çözmesi gereken iki temel sorun olduğunun altını çizmiştik.
3. Bunlardan ilki, cari işlemler açığından doğan finansman ihtiyacının normal kanallardan karşılanmamasıydı. Son dönemde Merkez Bankası rezervlerindeki artış bu sorunun azaldığını göstermektedir.
4. İkinci temel sorun ise hem Mayıs 2023 seçimleri öncesi yapılan harcamaların hem de deprem harcamalarının bütçe açığının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açması ihtimaliydi. Yılın ilk yedi ayındaki gerçekleştirmeler harcama baskılarının sürdüğünü göstermektedir.

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

- 5.** Makroekonomik istikrarı sağlamayı amaçlayan mevcut programdan vazgeçilmedikçe, enflasyon açısından en kötü geride kalmıştır. Birincisi, Ağustos 2023'te çok yüksek gerçekleşen aylık enflasyon oranının yerine çok daha düşük aylık enflasyon gerçekleşmesi gözlenecektir. Bu olgunun, daha sınırlı da olsa, eylülde de gözlenmesi beklenir. 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 beklentileri de düşecek ve bu düşüş ilerisi için geçerli olacak sözleşmelere yansıtacaktır.
- 6.** Gerçekleşme ihtimali yüksek olan bu olumlu gelişmelere karşın önemli bazı riskler bulunduğu da altı çizilmelidir.
- 7.** 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.
- 8.** İkinci önemli risk, yukarıda da belirtildiği gibi yüksek bütçe açığıdır. Alınan önlemlere rağmen bütçe açığının 2024 ve 2025'te alabileceği değerlerin makroekonomik istikrarı sağlamak açısından hala yüksek düzeylerde gerçekleşeceğinin altı çizilmelidir.
- 9.** Üçüncüsü, kapsamlı bir vergi reformu yapılmadığı ve koşullu gelir garantileri gözden geçirilip harcama azaltıcı önlemler alınmadığı için, bütçe açığını azaltmak üzere kamunun belirlediği mal ve hizmet fiyatlarında tek seferlik çok yüksek artışlar yapılmaktadır. Söz konusu mal ve hizmetlerin bir kısmı önemli üretim girdileri olduğu için bu artışlar dinamik bir maliyet yükselişi sürecine yol açmaktadır. Sonuçta, enflasyonla mücadele açısından, temmuzda olduğu gibi, yüksek aylık enflasyon oranları gözlenmekte ve enflasyon beklentilerinin hedeflerle uyumlu hale gelmesinin ertelenmesine yol açılmaktadır.
- 10.** Dördüncüsü, 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.** Beşincisi, uygulanmakta olan programın asıl olarak para ve maliye politikalarına dayanması, yapısal unsurlar taşımaması sonucunda, ekonomik faaliyette- kapsamlı bir program uygulanacak olsaydı aynı ölçüde gözlenmeyecek olan- yavaşlama/azalma sinyalleri alınmaktadır. Bu gelişmelerin hızlı ekonomik daralma tartışmalarına yol açarak programın sürdürülebilirliği açısından yeni şüpheler yaratması riski artmaktadır.
- 12.** Altıncısı, politika faizi hakkında programı tasarlayan, tasarımın hayata geçmesi kararını alan ve programı uygulayanlardan sadece Merkez Bankası'nın yorum yapması, politika faiz kararının sadece enflasyondaki gidişata bağlı olarak alındığına kamuoyunun ikna edilmesi açısından elzemdir. Merkez Bankası'nın açıklamaları dışındaki açıklamaların, para politikasının etkisini azaltıp, risk primini olumsuz yönde etkilemesi ihtimali çok yüksektir.
- 13.** Yedincisi, 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.

**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. İlâveten, hükümetin yönetilen ve yönlendirilen fiyatlara ilişkin aldığı kararlar enflasyonla mücadeleyi destekleyici yönde olmalıdır.

**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 öngörülüyorsa, 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 değerlenme 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.