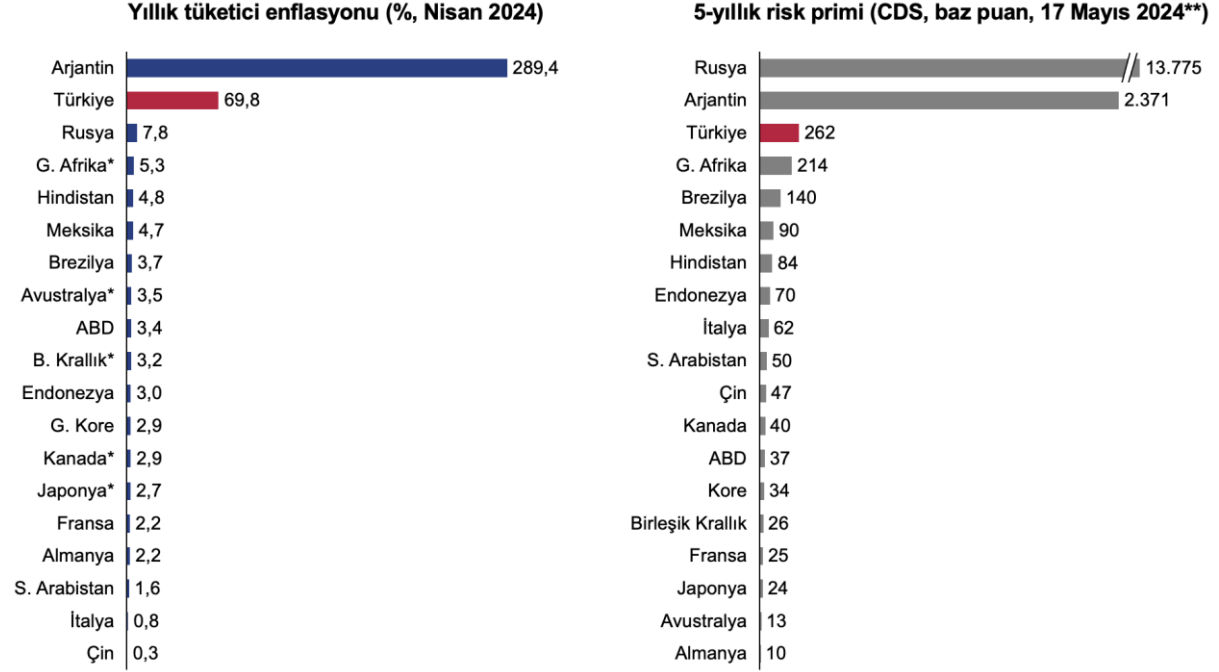


Para Politikası Değerlendirme Notu¹

Sayı: 9 / 21 Mayıs 2024

Vaziyet

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



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

1. Türkiye'nin Nisan 2024'te yüzde 3,18 olan aylık tüketici enflasyonu G20 ülkeleriyle kıyaslandığında yüksektir. Diğer taraftan düzeyi hala yüksek olsa da Türkiye'nin risk priminin 300 baz puanının altına gerilemesi olumludur.
2. Bundan önceki değerlendirme notlarımızda, uygulanmakta olan ekonomi programının -büyümeyi sürdürülebilir bir patikaya oturtmak; enflasyonu, faizleri ve risk primini düşürmek gibi- kısa vadeli amaçlarına ulaşabilmesi için çözmesi gereken iki temel sorun olduğunu altını çizmiştik.
3. Bunlardan ilki, cari işlemler açığından doğan finansman ihtiyacının normal kanallardan karşılanmamasıydı. Haziran-Aralık 2023 döneminde cari işlemler açığının üzerinde net finansman sağlanmışken, Ocak - Mart 2024 döneminde bu tablo bozulmuştur. Ocak ayında net sermaye çıkışı gerçekleşmiş, şubat ve mart aylarında ise finansman girişi cari işlemler açığının altında kalmıştır. Buna karşılık, yerel seçimlerden sonra swap stokunun sistemli bir

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

biçimde azalması ve merkez bankası rezervlerindeki artış ilk bakışta belirgin bir finansman girişi olduğunu düşündürmektedir.

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

5. Para politikası açısından temel sorunun Mayıs 2024'te yüzde 75 civarında bir düzeyde tepe noktasına ulaşması beklenen enflasyonun 2024 sonunda yüzde 36'ya nasıl düşürüleceği ve daha sonraki dönemde de bu düşüş eğiliminin nasıl devam ettirileceği olduğunu önceki notlarımızda vurgulamıştık. Yeni programın uygulanmaya başlamasından sonra geçen sürede bu sorunun giderilmesine yönelik olumlu adımlar atılmakla birlikte hala bazı sorunlar bulunmaktadır.

6. Haziran ayına girildiğinde enflasyon açısından en kötü geride kalacaktır. 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, yüksek Türk lirası cinsinden kredi faizleri ile enflasyonla mücadele açısından nihayet makul düzeylere çıkmış Türk lirası cinsinden mevduat faizlerinin enflasyonu azaltıcı etkileri belirginleşecektir. Dördüncüsü, bu gelişmelere paralel olarak enflasyon beklentileri 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. Bir yandan bu olgu, diğer yandan enflasyonla mücadele açısından gerekli olan Türk lirasının reel olarak değerlendirilme sürecinin devam edeceğinin beklenmesi; son haftalarda döviz cinsinden kredilerde belirgin bir artışa yol açmıştır. Türk lirası finansman ihtiyacını daha makul koşullarla karşılamak isteyen şirketler, bu ihtiyaçlarını aldıkları yabancı para cinsinden krediyi Türk lirasına çevirerek sağlamaya başlamıştır. Bu mekanizma, aynı zamanda piyasalar arasında faiz arbitrajına imkân sağlama riskini de içinde barındırmaktadır. Her iki gelişmenin de finansal istikrar açısından dikkatle izlenmesi gerekmektedir.

9. İkinci önemli risk, yukarıda da belirtildiği gibi yüksek bütçe açığıdır. 13 Mayıs'ta açıklanan Kamuda Tasarruf ve Verimlilik Paketi çerçevesinde alınacağı belirtilen önlemlerin bütçe açığını makul bir düzeye düşürmekten uzak olduğunu düşünmekteyiz.

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.

Ne Yapmalı?

11. Bütçe açığını azaltıcı önlemlerin önümüzdeki dönemde de sürdürülmesi zorunludur. İlâveten, hükümetin yönetilen ve yönlendirilen fiyatlara ilişkin aldığı kararlar enflasyon hedefini destekleyici yönde olmalıdır. Ayrıca para politikası aktarım mekanizmasının düzgün çalışmasını engelleyen ve potansiyel sorunlara yol açabilecek düzenlemeler artık kaldırılmalıdır.

12. 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

13. Bu değerlendirmeler ışığında, repo faizinde bir değişikliğe gerek yoktur. Önemli olan, kredi piyasasının serbest işleyişine getirilen idari kısıtlamaların tedricen kaldırılması ve TCMB'nin doğrudan döviz alışları ile uyumlu olarak döviz karşılığı TL swap stokunun küçültülmesine devam edilmesidir. Bu süreçte Türk lirasının reel değerlenme düzeyi ve olası finansal istikrarsızlık unsurları dikkatle takip edilmelidir.

14. Daha önceki değerlendirme notlarımızda 2024-2026 döneminin her yıl sonu için resmi birer enflasyon hedefi açıklanmasının önemine işaret etmiştik. Nitekim, TCMB'nin ara hedef olduğunu söylediği 2024 yıl sonu tahminini mayıs başında yüzde 38'e yükseltmesi itibar inşası sürecine katkıda bulunmamıştır.

15. 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.