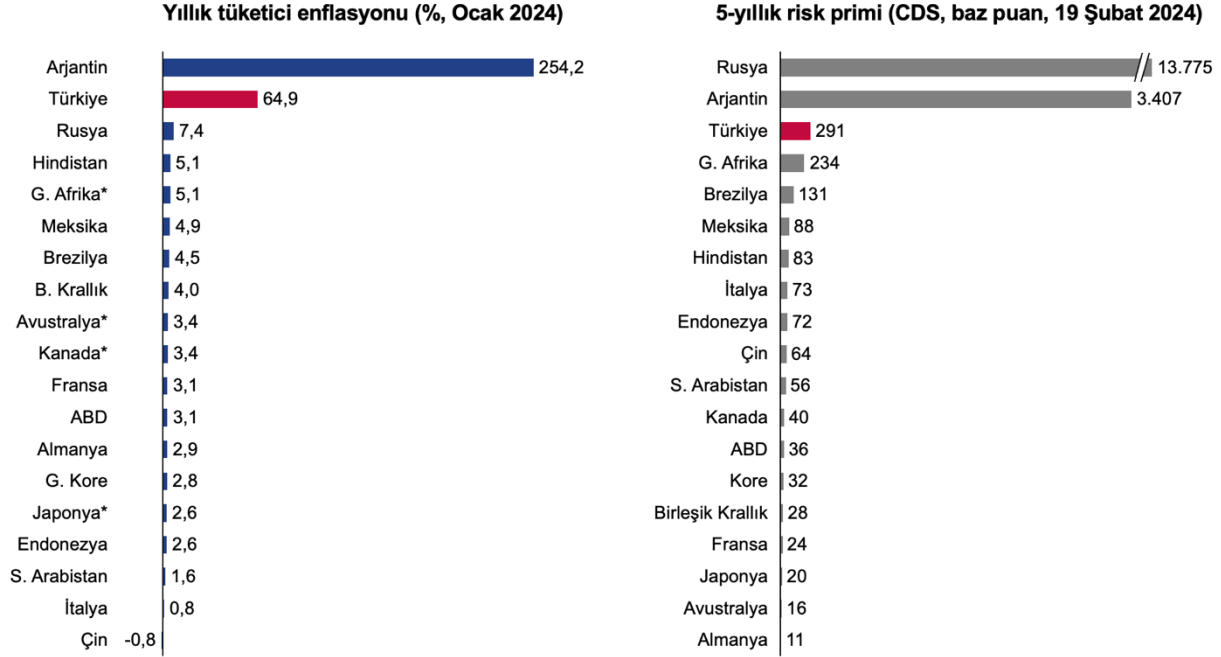


## Para Politikası Değerlendirme Notu<sup>1</sup>

Sayı: 6 | 20 Şubat 2024

### Vaziyet

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



**Kaynak:** World Government Bonds, Thomson Reuters, Trading Economics. \*Aralık 2023 verisi kullanılmıştır.

1. Türkiye'nin Ocak 2024'teki yüzde 6,7 aylık enflasyonu G20'nin 17 üyesinin aynı aydaki yıllık enflasyonun üzerindedir. Arjantin ve Türkiye hem enflasyonun mevcut düzeyi hem de aylık artışı açısından diğer G20 ülkelerinden belirgin şekilde ayrılmaktadır.
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. Bunlardan ilki, cari işlemler açığından doğan finansman ihtiyacının normal kanallardan karşılanmamasıydı. Ödemeler dengesine ait en güncel veri Aralık 2023'e aittir ve finansman açısından 2023 yılının son yedi ayında kısmen olumlu gelişmelere işaret etmektedir.
3. İkinci temel sorun ise hem seçim öncesi yapılan harcamaların hem de deprem harcamalarının bütçe açığının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açması ihtimaliydi. 2023 Merkezi Yönetim bütçe açığının OVP'de hedeflenen 2023 GSYH'sine oranı yüzde 5,4 civarındadır. Ocak ayı gerçekleştirmeleri de harcama baskılarının yoğun şekilde devam ettiğini

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

göstermektedir. TEPAV bünyesinde yaptığımız çalışmalar, ek önlem alınmazsa bütçe açığı ve borç stokundaki bozulmanın devam edebileceğine işaret etmektedir.

4. 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. Bugün bu temel sorunu derinleştiren üç gelişme daha gözlenmektedir.

5. İlki, 2023 merkezi yönetim bütçesi ile 2023 merkezi yönetim nakit bütçesi arasındaki farkın bugüne kadar görülmemiş düzeylere çıkmış olmasından kaynaklanmaktadır. Tahakkuk etmiş ama nakit harcamaya dönüşmemiş harcamalar, Aralık 2023'te birdenbire görünür hale gelmiştir. Nitekim, ocak ayında merkezi yönetimin nakit bütçe açığı, bütçe açığını belirgin biçimde aşmıştır. Kalan nakit ödemelerin yoğunlukla 2024 yılının başlarında likidite hacmini artıracak şekilde yapılması halinde, bir süredir sistemde var olan likidite fazlası daha da yükselecek ve enflasyonla mücadele zorlaşacaktır.

6. İkincisi, 2024 sonu ortalama enflasyon bekleyişinin hala yüzde 43 gibi yüksek bir düzeyde seyrediyor olmasıdır. Ayrıca ocak ayında yüksek düzeyde gerçekleşen aylık enflasyon bir yandan şubat ayı enflasyonunu olumsuz etkileyip, enflasyon bekleyişlerini daha da bozabilir.

7. Üçüncüsü, 2024 yılında GSYH'ye oranla yüzde 6'nın üzerinde gerçekleşmesi beklenen bütçe açığını azaltmaya yönelik alınabilecek mali tedbirlerin olası enflasyonist etkileridir. Zira 2023 yılında yapılan ÖTV ve KDV ağırlıklı vergi düzenlemeleri, Merkez Bankası'nın enflasyon raporlarında da belirtildiği gibi enflasyonu yukarı çeken faktörler arasındadır. Daha önce ifade etmiş olduğumuz üzere kamu harcamaları ve vergi tabanı etkinlik, toplumsal refah ve enflasyonu dikkate alacak şekilde gözden geçirilmelidir.

8. 2024 sonu enflasyon hedefine ulaşılması açısından dış koşullar, mevcut bilgiler ışığında olumlu yönde seyretmektedir. Brent ham petrol fiyatının 2024 ortalama düzeyinin 2023 ortalamasından farklı olmayacağı tahmin edilmektedir. Fed ve ECB gibi büyük merkez bankalarının politika faizlerini düşürme sürecine girmeleri beklenmektedir. Bu iki gelişme, bir yandan cari işlemler açığının, diğer yandan açığın finansmanının ve kur artışlarının makul düzeylerde gerçekleşmeleri açısından yararlı olacaktır. Ancak, Kızıldeniz'de yaşanan gerginliklerin devam etmesinin bu çerçevede olumsuz etkileri de söz konusudur.

## Ne Yapmalı?

9. Enflasyonla mücadele açısından risk primindeki düşüş eğiliminin kalıcı olması ve Türk lirasının sınırlı reel değerlenme eğiliminin bir süre daha devam etmesi gerekmektedir. Bunun için, bütçe açığını azaltıcı önlemlerin ve para politikasındaki sıkılaşmanın önümüzdeki dönemde de sürdürülmesi zorunludur. İlaveten, hükümetin yönetilen ve yönlendirilen fiyatlara ilişkin aldığı kararlar enflasyon hedefini destekleyici yönde olmalıdır. Özetle, "Ekonomide Rasyonele Dönüş Programı" kararlılıkla uygulanmalı ve bu programdan geri dönüş olmayacağına dair algı güçlendirilerek yaygınlaştırılmalıdır.

10. Ayrıca program yeni adımlarla desteklenmelidir. Makroekonomik istikrarı sağlayıcı politikaların yanı sıra, politik baskı altında kalmaları halinde makroekonomik dengelerin bozulmasına yol açan -TCMB ve TÜİK 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. Bu tür yapısal reformların makroekonomik istikrara ulaşmayı kolaylaştıracağı ve sağlanacak istikrarın kalıcı olma ihtimalini artıracığı bir kez daha vurgulanmalıdır.

**11.** Ocak ayı PPK toplantısında politika faizi -repo faizi- yüzde 45'e çıkarılmıştır. Ancak politika faizindeki artış, yerleşiklerin hem döviz talebini belirgin biçimde azaltacak hem de tüketim harcamalarının artış oranını aşağıya çekecek ölçüde Türk lirası mevduat faizlerine yansımamıştır.

**12.** Bu durumun temel nedenlerinden biri, öncelikle Merkez Bankası'nın döviz rezervini -brüt olarak da olsa- yükseltme zorunluluğu hissederek döviz karşılığı Türk lirası swap işlemi gerçekleştirmesidir. İkinci neden, Türk lirası kur korumalı mevduat nedeniyle Merkez Bankası'nın yaptığı ödemelerdir. Üçüncü ise bir önceki değerlendirme notumuzda belirttiğimiz üzere tahakkuk eden bütçe açığı kadar nakit bütçe açığı gerçekleşecek olmasının likidite fazlası yaratma potansiyelidir. Bu etki, ocak ayında bir ölçüde gözlenmiştir. Bunun likiditeyi artırıcı biçimde yapılması -mesela Hazine'nin Merkez Bankası'ndaki mevduat hesabını azaltması- ihtimali vardır. Kaldı ki swap işlemiyle birkaç ay önceki repo faizinin altında bir faiz oranıyla alınan Türk lirası cinsi fonların daha yüksek faiz oranlarıyla Merkez Bankası'na depo edilmesi ya da gecelik olarak borç verilmesi gibi bankalar açısından 'cazip' imkanlar da likiditeyi artırma potansiyeli taşımaktadır.

**13.** Rasyonele Dönüş Programının güçlendirilmediği ve devam ettirilmesine yönelik şüphelerin bertaraf edilmediği durumda, döviz rezervleri doğal yollardan artırılamamaktadır. Bu nedenle mevduat faizleri politika faizine yeteri kadar intibak edememekte ve parasal aktarım mekanizması düzgün çalışmamaktadır.

## Sonuç

**14.** Bu değerlendirmeler ışığında, repo faizi yüzde 47,5'e yükseltilmeli ve verilere bağlı olarak ilave sıkılaştırmanın da yapılabileceği belirtilmelidir.

**15.** Döviz karşılığı Türk lirası swap piyasası işlemleri uygulaması gözden geçirilmeli; aşamalı olarak bu işlemlerin vadesi kısaltılmalı ve tutarı azaltılmalıdır.

**16.** Daha önceki değerlendirme notlarımızda 2024-2026 döneminin her yıl sonu için resmi birer enflasyon hedefi açıklanmasının önemine işaret etmiştik. Böyle bir uygulamaya bir an önce başlanması, Merkez Bankası'nın itibar açığını süratle kapamak açısından önemli bir iletişim politikası aracı olacaktır.