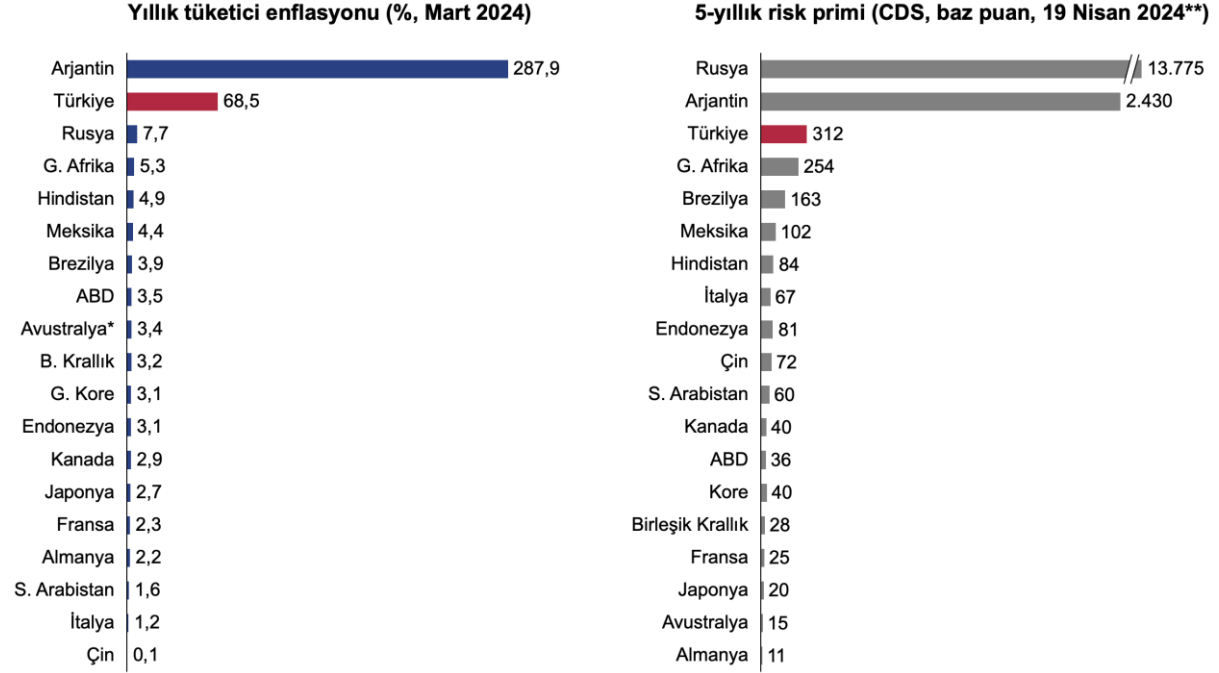


Para Politikası Değerlendirme Notu<sup>1</sup>

Sayı: 8 / 23 Nisan 2024

## Vaziyet

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



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

1. Türkiye'nin Mart 2024'te yüzde 3,16 olan aylık enflasyonu G20'nin dokuz üyesinin aynı aydaki yıllık enflasyonunun üzerindedir. Arjantin ve Türkiye hem enflasyon hem de risk primi 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.
3. Bunlardan ilki, cari işlemler açığından doğan finansman ihtiyacının normal kanallardan karşılanmamasıydı. Haziran-Aralık 2023 döneminde cari işlemler açığının üzerinde net finansman sağlanmışken Ocak ve Şubat 2024'te bu tablo bozulmuştur. Ocak ayında net sermaye çıkışı gerçekleşmiş, şubatta ise finansman girişi cari işlemler açığının altında kalmıştır. Buna karşılık, yerel seçimlerden sonra İran-İsrail gerginliğinin tırmanmasına kadar geçen kısa sürede, belirgin bir finansman girişi olduğu anlaşılmaktadır.

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

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 üç 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. Bugün bu temel sorunu devam ettiren bazı gelişmeler gözlenmektedir.

6. Birincisi, beklenen enflasyonda henüz olumlu bir gelişme gözlenmemektedir. 2024 sonu için beklenen enflasyon yılın ilk üç ayında artmış, nisanda ise bir ay önceki yüksek düzeyinde kalmıştır (yüzde 44,2).

7. İkincisi, 2024'te GSYH'ye oranla yüzde 6'nın üzerinde gerçekleşmesi beklenen bütçe açığını azaltmaya yönelik herhangi bir tedbirin henüz açıklanmamış olmasıdır. Mali duruşun genişleyici yönde olması yıl sonu enflasyonunun TCMB tahmininin üzerinde kalması riskini güçlendirecektir. Ayrıca mali sıkılaştırmanın 2023'teki gibi ÖTV ve KDV ağırlıklı olması bu sorunu daha da artıracaktır.

8. Üçüncüsü, kredi piyasasında Mart 2024 itibarıyla yapılan ve makro ihtiyati olduğu söylenen kısıtlamalar sonucunda kredi faizleri enflasyonla mücadele açısından gerekli olan seviyenin üzerine çıkmış, Türk lirası mevduat faizleri ise ancak son haftalarda arzu edilen düzeylere doğru yönelmeye başlamıştır. Kredi piyasasının serbestçe çalışmasını engelleyen bu olgu, bazı karmaşık sorunlara yol açmaktadır.

9. Bu sorunlardan ilki, kredi arzına getirilen sınırlamaların hem kredi faizlerinin çok yükselmesine hem de bankaların mevduat faizlerini politika faizi ile uyumlu bir biçimde artırmamalarına neden olmasıdır. Bu idari kararlar, parasal aktarım mekanizmasının düzgün bir şekilde işleyişini engelleyerek para politikasının etkisini sınırlandırmaktadır. Enflasyon bekleyişlerinin olumlu bir seyir izlemediği dikkate alındığında, mevduat faizleri, halen Türk lirasına geçişi arzu edildiği kadar destekleyecek düzeyde değildir.

10. Merkez Bankası, döviz rezervini makul bir düzeye çıkarma isteği ile -uygulanmakta olan programın henüz istenilen dış finansman girişini sağlayamaması nedeniyle- bankalarla yaptığı Türk lirası karşılığı döviz swaplarının yarattığı -özellikle bollaşan likiditenin mevduat faizlerinin yükselmesini engellemesi gibi- sakıncaların belirginleşmesi sonucunda swap stokunu belirgin bir biçimde azaltmaya başlamıştır. Bu durumda bankalar, döviz cinsinden pozisyonlarını belirlenen sınırlar içinde tutabilmek için yeteri düzeyde döviz cinsinden varlık yaratmak sorunuyla karşılaşmaktadırlar. Böyle olunca, makro ihtiyati çerçevede alınan kredi sınırlamaları ile ilgili kararlar döviz cinsi kredi arzında artışı tetiklemekte ve mikro ihtiyati sorunlar yaratma potansiyeli taşımaktadır.

11. Mayıs 2023 seçimlerinden sonra başlayan ekonomide rasyonele dönüş süreci kapsamlı bir programa dönüştürülüp, bu programın sosyal kesimler tarafından desteklenmesi sağlanmadıkça yukarıda değinilen olumsuzlukların giderilmesi mümkün olmamaktadır.

## Ne Yapmalı?

12. Enflasyon bekleyişlerinde TCMB'nin enflasyon tahmini ile olan uyumsuzluktaki artışın mutlaka önüne geçilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede iktisadi temelleri sağlamlaştıracak adımlar önem taşımaktadır.

13. Bunun için bütçe açığını azaltıcı önlemlerin önümüzdeki dönemde de sürdürülmesi zorunludur. İlaveten, 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.

**14.** Yatırım Ortamını İyileştirme Koordinasyon Kurulu'nun yeni dönem eylem planı kapsamlı bir yapısal reform süreci başlatmaya son derece müsaittir. Ancak bu planın, 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 düzenlemelerle desteklenmesi önem taşımaktadır.

## Sonuç

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

**16.** Repo faizinde şimdilik bir artışa 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 kredi faizlerinin enflasyonla mücadele açısından sorun yaratacak düzeye düşmesi halinde hem mevduat hem de kredi faizlerini yükseltmek üzere repo faizini artırmak yeniden düşünülmelidir.