



M. Coşkun Cangöz¹

Maliye ve Para Politikası Araştırmaları Merkezi Direktörü

SEÇİMDEN SONRA YOLLAR IMF'YE Mİ ÇIKIYOR?

Tüketici enflasyonun yüzde 50 ile son 20 yılın en yüksek seviyelerine ulaştığı, birikimli cari işlemler açığının son on yılın zirvesine çıkarak 55,4 milyar dolar olduğu, 2018 yılında 1 trilyon TL olan devlet borcunun dört yılda dört kattan fazla artarak 4,48 trilyon TL'ye yükseldiği, uluslararası net rezervlerin 14 milyar dolara gerilediği, kredi temerrüt takası primlerinin 550 seviyelerinde seyrettiği ve yabancı yatırımcıların tahvil ve hisse senedi piyasasından çıktığı buna karşılık döviz kuruna yapılan örtülü müdahaleler, TCMB'nin politika faizinin yüzde 8,5 seviyesinde tutularak işlevsiz hale getirilmiş olması ve 2023 yılının ilk çeyreğinde bütçe dengesinin 250 milyar TL açık vererek 2021 ve 2022 yılının tamamındaki açığın üzerine çıkması, geçtiğimiz beş yılda uygulanan ekonomi politikalarının sürdürülemez olduğuna işaret etmektedir.

Ekonomiye ilişkin olumsuz verilerin seçim bağlantılı siyasi belirsizlikle birleşmesi, 14 Mayıs sonrasında uygulanacak ekonomi politikalarına ilişkin farklı senaryoların tartışılmasına neden olmaktadır. Bu kapsamda, önceki dönemlerde hükümette görev almış ve piyasa odaklı geleneksel politikalar uygulamış olan Mehmet Şimşek'in iktidar tarafından göreve davet edilmesi, seçim sonrasında "faiz sebep enflasyon netice" olarak özetlenen mevcut politikalardan vazgeçileceği tartışmasına neden olmuştur. Öte yandan çok sayıda ekonomist, akademisyen ve analist, 14 Mayıs sonrasında mevcut ekonomik programın terkedilerek geleneksel yaklaşıma geçiş yapılması gerektiğine ilişkin değerlendirmelerde bulunurken Uluslararası Para Fonu (IMF) destekli bir programın cari işlemler dengesinin finansmanı açısından zorunlu olduğunu savunanlar da vardır.

Enflasyon verileri başta olmak üzere, ekonomik verilerin güvenilirliğinin kamuoyunda tartışma konusu olması seçim sonrası ekonomi politikasına ilişkin öngöründe bulunmayı zorlaştıran bir faktördür. Ayrıca kamu-özel-iş birliği (KÖİ) projelerinde olduğu gibi kamu için mali yük yaratabilecek koşullu

¹ <https://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/1413/M.+Coskun+Cangoz.+Dr.>

Bu çalışmada ifade edilen bulgular, yorumlar, sonuçlar, öneriler ve görüşler tamamen yazarına aittir. TEPAV'ın resmi görüşü değildir. © TEPAV, aksi belirtilmedikçe her hakkı saklıdır.

yükümlülüklerin şeffaf bir şekilde raporlanmıyor olması ve seçim öncesinde hayata geçirilen emeklilikte yaşa takılanlar (EYT), Afet Yeniden İmar Fonu (AYİF) kurulması, asgari emeklilik maaşının yükseltilmesi gibi düzenlemelerin mali etkisinin tam olarak bilinmemesi, mali risklerin gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkacak finansman ihtiyacının büyüklüğünün kamuoyu tarafından tam olarak analizini güçleştirmektedir.

Bu çerçevede, bu değerlendirme notu ile seçim sonrasında iktidarın nasıl şekilleneceği ve hangi politikaları hayata geçireceğinin ötesinde halihazırda uygulanmakta olan ekonomi politikalarının sürdürülebilir olmadığından hareketle ekonomik krizden çıkış için IMF'nin bir seçenek olup olmadığı tartışılmaktadır.

IMF nedir? Ülkeler neden IMF'ye başvurur?

Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 190 üye ülkede sürdürülebilir büyüme ve refahı elde etmek için faaliyet gösteren IMF'nin, kendi internet sitesinde tanımlandığı şekilde, birbiriyle ilişkili üç misyonu bulunmaktadır:

- (i) Uluslararası parasal işbirliğini ilerletmek
- (ii) Ticari ve ekonomik büyümeyi teşvik etmek
- (iii) Refaha zarar verecek politikalardan uzaklaşmasını sağlamak

Bu hedefleri hayata geçirmek için IMF aşağıdaki araçları kullanmaktadır:

- **İzleme:** IMF, görev alanına ilişkin potansiyel riskleri ve bunların yönetilmesine ilişkin politikaları tespit etmek için üye ülkelerin ekonomik ve mali politikalarını izler ve politika tavsiyesinde bulunur.
- **Teknik yardım:** IMF, talep eden üye ülkelerde hükümetlerin güçlü ekonomik politikaları uygulamalarına yardımcı olmak üzere teknik yardım ve eğitim sağlar.
- **Mali yardım:** Talep etmeleri ve belli şartları karşılamaları halinde üye ülkelere mali yardım sağlar ve hükümetlerin ekonomi politikalarını sorumlu bir şekilde oluşturma ve hayata geçirmeleri için çalışır. IMF, mali yardım kapsamında krizlerin önlenmesine yardımcı olmak ve üyelerinin özel durumlarını karşılamak için çeşitli borç verme araçları kullanır:
 - o Stand-by Anlaşması (Stand-by Agreement - SBA), ödemeler dengesi sorunları yaşayan ülkelere kısa vadeli mali yardım sağlar. SBA tarihsel olarak, gelişmiş ve yükselen piyasa ülkeleri tarafından en çok kullanılan IMF borç verme aracı olmuştur. Genel olarak 12-24 aylık bir dönemi kapsamakla beraber 36 aydan uzun olmamaktadır. SBA kapsamında üye ülkelere tahsis edilen kaynaklar nicel performans kriterlerine uyulmasına bağlı olarak kullanılır.
 - o Stand-by Kredi Kolaylığı (Stand-by Credit Facility - SCF), ödemeler dengesi ihtiyacı olan düşük gelirli ülkelere (LIC'ler) kısa vadeli mali yardım sağlar.
 - o Genişletilmiş Fon Kolaylığı (Extended Fund Facility - EFF), çözümü zaman gerektiren yapısal zayıflıklar nedeniyle orta vadeli ödemeler dengesi sorunları yaşayan ülkelere mali yardım sağlar. Genel olarak 3 yıllık bir program olmakla beraber kalıcı ve sürdürülebilir yapısal reformları uygulamak için 4 yıla kadar uzatılabilmektedir. EFF kapsamında üye ülkenin makroekonomik istikrarını korumaya yönelik politikaları ek olarak kurumsal veya ekonomik zayıflıklarını gidermek için yapısal reformlara odaklanması beklenir ve IMF tarafından yapılan ödemeler nicel performans kriterlerine bağlıdır.

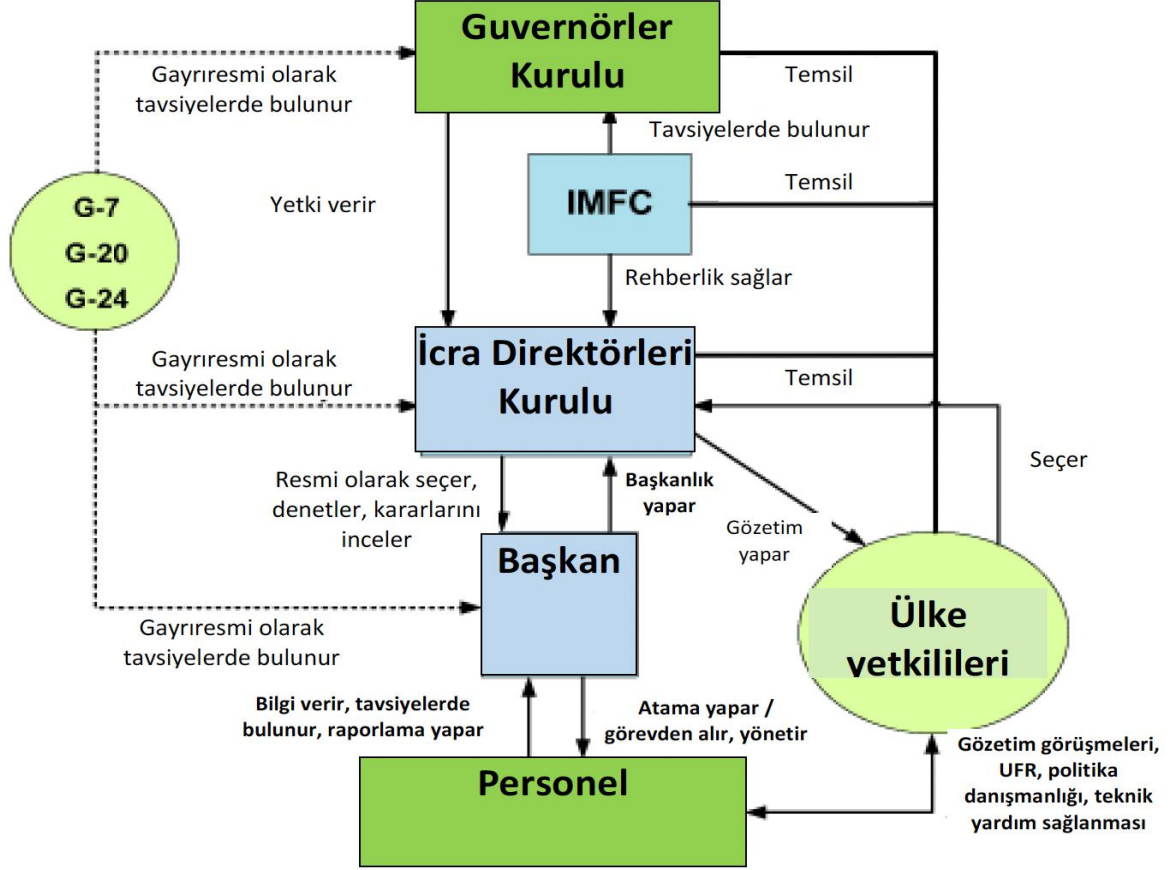
- Uzatılmış Kredi İmkanı (Extended Credit Facility - ECF), uzun süreli ödemeler dengesi sorunları yaşayan düşük gelirli ülkelere orta vadeli mali yardım sağlar.
- Hızlı Finansman Aracı (Rapid Financing Instrument - RFI), acil bir ödemeler dengesi ihtiyacıyla karşı karşıya olan herhangi bir IMF üyesi ülkeye hızlı mali yardım sağlar. Genel olarak tek seferlik kullanım olacak şekilde tahsis edilir ancak belirli koşullar altında, herhangi bir üç yıllık süre içinde tekrar kullanım imkanı da bulunmaktadır. Bazı durumlarda ön koşullar olsa da genel olarak programa dayalı koşulluluk ya da incelemeler olmaksızın kullanılır.
- Hızlı Kredi İmkanı (Rapid Credit Facility - RCF), acil bir ödemeler dengesi ihtiyacıyla karşı karşıya kalan düşük gelirli ülkelere hızlı mali yardım sağlar.
- Esnek Kredi Hattı (Flexible Credit Line - FCL), güçlü politika çerçevesi ve ekonomik performans geçmişine sahip ülkelerde fiili ya da potansiyel ödemeler dengesi ihtiyaçlarını karşılamak ve piyasaya güveni artırmak amacıyla kullanılan mali imkandır. Başlangıçta bir veya iki yıllığına yenilenebilir kredi limiti yeterlilik kriterleri biçimindeki ön koşullar taşırken nihai (ex-post) koşul bulunmamaktadır.
- Kısa Vadeli Likidite Hattı (Short-term Liquidity Line - SLL), çok güçlü politika çerçeveleri ve temelleri olan ancak ödemeler dengesi güçlükleri yaratan dış şoklar nedeniyle kısa ve orta vadeli likidite ihtiyaçları ile karşı karşıya kalan üyeler için bir likidite desteğidir. SLL üye ülkenin karşılaştığı şokun daha derin bir krize dönüşerek diğer ülkelere sıçrama riskini en aza indirmeyi amaçlar. 12 ayla sınırlı olan bu imkanın herhangi bir ön ya da nihai koşulu bulunmamaktadır.
- İhtiyat ve Likidite Hattı (Precautionary and Liquidity Line - PLL), sağlam ekonomik temelleri olan ancak Esnek Kredi Hattını (FCL) kullanmalarını engelleyen bazı kırılma noktaları bulunan üye ülkelerin likidite ihtiyaçlarını karşılamak için tasarlanmıştır. Altı ay, bir ya da iki yıllık sürelerle sağlanan PLL yeterlilik kriterleri niteliğinde ön koşullar taşır. PLL bir ve iki yıllık limitler, gösterge niteliğinde hedefler, performans kriterleri ve yapısal kriterler içerir.
- Dayanıklılık ve Sürdürülebilirlik İmkanı (Resilience and Sustainability Facility - RSF), iklim değişikliği ve salgına hazırlıkla ilgili olanlar da dahil olmak üzere olası ödemeler dengesi istikrarına yönelik riskleri azaltmak için reform yapan ülkelere uygun koşullu uzun vadeli finansman sağlar. Asgari süresi 18 ay olup reformun ilerlemesi koşulluna bağlantılı olarak kullanılır.

IMF, kurulduğu tarihten bu yana uluslararası ticaret ve ekonominin gelişmesi için üye ülkeler arasında para biriminin serbestçe ve kolayca değiş tokuş edilmesini sağlamaya yardımcı olmaya çalışır. Bu bağlamda üye ülkelerde ödemeler dengesi problemi yaşanmaması ve dünyanın geri kalanıyla iş yapmaya devam etmeleri için her zaman yeterli seviyede dövizle sahip olmaları gerekmektedir ve IMF de bunun için üye ülkelere mali destek sağlar.

IMF'nin en üst karar alma organı, üye ülkelerin Maliye Bakanları ya da Merkez Bankası Başkanları tarafından temsil edildikleri Güvernörler Kurulu olmakla beraber, kurul, üye ülkelere mali yardımların sağlanması da dahil olmak üzere operasyonel yetkilerini büyük ölçüde 24 üyeli İcra Direktörleri Kuruluna devretmiştir (Şekil 1). İcra Direktörleri Kurulunda ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, Japonya, Çin ve Suudi Arabistan kendi başlarına temsil edilirken diğer üyeler oluşturdukları gruplar ("Constituency") içinden seçtikleri İcra Direktörleri

aracılığıyla temsil edilmektedir². Türkiye de ikişer yıllık dönemler için dönüşümlü olarak İcra Direktörlüğünü üstlenmekte olup IMF içinde en yüksek kota payına (oy gücüne) sahip üye sıralamasında yirminci sıradadır.

Şekil 1 – IMF'nin Yönetişim ve Karar Alma Mekanizması



Kaynak: IMF

Mart 2023 itibarıyla IMF kaynak tahsisi bakımından en fazla Genişletilmiş Fon Kolaylığı (EFF) ve Esnek Kredi Hattı (FCL) yöntemlerini kullanmaktadır. Bu kapsamda IMF aralarında Arjantin (31,9 milyar SDR), Ukrayna (11,6 milyar SDR), Pakistan 4,98 milyar SDR), Mısır (2,3 milyar SDR) ve Sri Lanka (2,3 milyar SDR) olmak üzere 18 ülkeye toplamda 61 milyar SDR'a ulaşan Genişletilmiş Fon Kolaylığı sağlamıştır. Esnek Kredi Hattı yoluyla da başta Meksika (35,6 milyar SDR) ve Şili (13,9 milyar SDR) olmak üzere üye ülkelere toplam 60,7 milyar SDR tutarında kaynak tahsis edilmiştir. Diğer taraftan Türkiye'nin geçmiş yıllarda sıklıkla başvurduğu Stand-by Anlaşması halihazırda üç ülke ile yürütülmekte olup toplamı 2,3 milyar SDR'dir (Tablo 1).

² Türkiye, IMF İcra Direktörleri Kurulu'nda hâlihazırda Avusturya, Macaristan, Çekya, Slovakya, Slovenya, Beyaz Rusya ve Kosova ile birlikte temsil edilmektedir. 2020-2022 döneminde grubu temsilen İcra Direktör Vekili pozisyonunu üstlenen Türkiye 2022-2024 döneminde İcra Direktörü rolünü yürütecektir.

Tablo 1 - Aktif IMF Borç Verme Taahhütleri (31 Mart 2023 itibarıyla)

Stand-by Anlaşması (SBA)	Genişletilmiş Fon Kolaylığı (EFF)	Esnek Kredi Hattı (FCL)	İhtiyat ve Likidite Hattı (PLL)	Uzatılmış Kredi İmkanı (ECF)	Dayanıklılık ve Sürdürülebilirlik İmkanı (RSF)
Ermenistan Gürcistan Sırbistan	Arjantin Bangladeş Barbados Benin Gabon Kamerun Kenya Kosta Rika Mısır Moldova Moritanya Pakistan Papua-Yeni-Gine Seyşeller Sri Lanka Surinam Ukrayna Ürdün	Kolombiya Meksika Peru Şili	Jamaika K.Makedonya	Bangladeş Benin Cabo Verde Çad Gambia GineBissau Kamerun Kenya Kongo Liberya Madagaskar Moldova Moritanya Mozambik Nepal Nijer Papua-Yeni-Gine SierraLeone Somali Tanzanya Uganda Zambiya	Bangladeş Barbados Jamaika Kosta Rika Ruanda

Kaynak: IMF

IMF'nin mali destekleri büyük ölçüde bütçenin sıkıştırılmasına yönelik nicel performans kriterleri ve yapısal reformlar içeren politikaların hayata geçirilmesine bağlıdır. Ancak hükümetler bu desteklere genellikle son çare olarak başvurmaktadır. Bunun nedenleri arasında (i) IMF politikalarıyla krizlerin mali yükünün ağırlıklı olarak dar gelirli kesimlere yüklendiği yönündeki yaygın eleştiriler, (ii) sağlanan mali kaynağın performans kriterleri ve yapısal reformlara bağlı olması nedeniyle hükümete harcama esnekliği vermemesi, (iii) program kapsamında IMF tarafından hayata geçirilmesi talep edilen tedbir ve tasarrufların siyasi sorumluluğunun hükümetler tarafından IMF'ye yüklenmesi nedeniyle IMF'nin uluslararası kamuoyundaki olumsuz imajı sayılabilir. Diğer taraftan 2001 krizi sonrasında Türkiye'de ve 2002 yılında Brezilya'da uygulanan ekonomi politikalarındaki rolü nedeniyle başarılı olarak değerlendirilen IMF programları olduğu gibi çok sayıda tamamlanmamış, başarısız IMF programı da bulunmaktadır. Nitekim 1980-2015 yıllarına ilişkin olarak yapılan bir çalışmada programların tamamlanmama ya da başarısız olma oranının ortalama yüzde 58,6 olduğu ifade edilmektedir³.

³ Reinsberg, Stubbs and Kentikelenis (2022) Compliance, Defiance and Dependency Trap: IMF Program Interruptions and Their Impact on Capital Markets, Regulation and Governance (16) 1022-1041. doi:10.1111/rego.12422

Ekonomik Görünüm ve Önemli Risk Faktörleri

6 Şubat Depreminin ekonomik etkileri ve uygulanmakta olan seçim ekonomisi nedeniyle risklerin önemli ölçüde biriktiği ve seçim sonrasında hangi politika seti uygulanırsa uygulansın döviz kuru ve faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşacağı yönünde genel bir kanaat bulunmaktadır. Ana başlıklar itibariyle ekonomik görünümü etkileyecek faktörler aşağıda özetlenmiştir.

Merkezi Yönetim Bütçesine İlişkin Düzenlemeler:

Orta Vadeli Program'da (OVP) 2023 yılında merkezi yönetim bütçe açığı tahmini 660 milyar TL olup GSYH'nın %3,5'i olarak öngörülmüştü. Bununla beraber Ocak – Mart 2022 döneminde 30,8 milyar TL fazla veren bütçe 2023'ün aynı döneminde 250 milyar TL açık vermiştir. Bu dönemde bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 32 oranında artarken bütçe harcamaları yüzde 94 artış göstermiştir. Gelirdeki düşük performansa rağmen bütçe harcamalarının önemli ölçüde artmasına neden olacak bazı düzenlemeler yapılmıştır:

- EYT kapsamında 49,7 milyar TL'lik kısmı kamu personeli ile ilişkili olmak üzere toplam 194,4 milyar TL ek maliyet öngörülmüştür. Kanun teklifindeki maliyet hesabı kıdem tazminatı, emekli ikramiyesi, görev aylığı ve emekli aylığı farkıyla yeni personel alımını da içermektedir.
- En düşük emekli maaşının 5500 TL'den 7500 TL'ye yükseltilmesi nedeniyle ortaya çıkan ek yük, medyaya yansdığı haliyle 120,8 milyar TL olarak ifade edilmektedir. Ayrıca 1100 TL olan emekli ikramiyesinin 2000 TL olması nedeniyle 24,9 milyar TL ek yük ortaya çıkmaktadır. Gazi maaşlarının asgari ücret seviyesine yükseltilmesinin beklenen maliyeti ise 2 milyar TL civarındadır.
- 7441 sayılı Kanunla kurulan Afet Yeniden İmar Fonunun kaynakları arasında bütçeden aktarılacak tutarlar ile nakdi bağış ve yardımlar yer almaktadır. Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hazırlanan raporda depremin Türkiye ekonomisi üzerindeki toplam yükünün yaklaşık 1.995 milyar TL (103,6 milyar dolar) düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. [TEPAV tarafından hazırlanan raporda](#) ise 2023-2027 döneminde deprem nedeniyle 75 milyar dolar tutarında ek kamu finansman ihtiyacı oluşacağı öngörülmüştür. Söz konusu tutarın 32 milyar dolarlık kısmının 2023 yılında ortaya çıkacağı ve bütçe açığını GSYH'nin yüzde 3,5'i oranında artırması beklenmektedir.
- Kur Korunmalı Mevduat (KKM) kapsamında 2022 yılı bütçesinden yapılan ödemeler son altı aylık dönemde kur artışı yüzde 5 civarında olduğu halde 92,5 milyar TL olarak gerçekleşmişti. Seçim döneminde ve sonrasında kur artışının KKM faiz oranlarının üzerinde olması durumunda 2023 bütçesine ilave bir yük gelmesi beklenmelidir.
- BOTAŞ'a 2022 yılında bütçeden yapılan aktarımlar 123,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. Medyada yer alan haberlere göre BOTAŞ'ın GazProm'a olan 20 milyar dolar tutarında borcu seçim sonrasında ertelenmiştir. Bu çerçevede 2023 bütçesine BOTAŞ kaynaklı ek yük gelmesi olasıdır.

Bahse konu harcama artıcı düzenlemelerle birlikte gelir performansındaki zayıflık da dikkate alındığında GSYH'ya oranla yüzde 3,5 olarak öngörülmüş olan 2023 bütçe açığının yüzde 10 ve üzerinde açık vermesi sürpriz olmayacaktır.

Hazine Yönetimine İlişkin Riskler:

Merkezi yönetim borç stokunun GSYH'ya oranı 2022 yılsonu itibariyle yüzde 27 seviyesinde olmakla beraber miktarı 4 trilyon TL'nin üzerindedir. Ocak – Mart 2023 döneminde iç borç

çevirme oranının yüzde 202 seviyesine ulaşmasıyla beraber Mart 2023 verileriyle Merkezi yönetim borç stoku üç ayda 450 milyar TL artış göstermiştir. Hazine ve Maliye Bakanlığının projeksiyon verilerine göre Mayıs – Ağustos 2023 döneminde 405 milyar TL iç borç servisi, 458 milyar TL tutarında ise toplam borç servisi öngörülmektedir (Tablo 2). Dolayısıyla yılın geri kalan kısmındaki borç servisinin yüzde 60'ı Mayıs ayında ve seçimi izleyen üç aylık dönemde gerçekleşecektir.

Tablo 2 - 2023 Merkezi Yönetim Borç Servisi (Milyar TL)

	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
İç Borç Servisi	103,1	55,9	118,4	127,4	66,6	59,7	70,5	27,9	629,5
Dış Borç Servisi*	12,7	7,6	18,9	14,1	17,0	11,6	12,2	46,0	140,1
Toplam	115,8	63,5	137,3	141,5	83,6	71,3	82,7	73,9	769,6

*Cari kurla hesaplanmıştır.

Merkezi Yönetim borç stokunun yüzde 65'inin döviz cinsinden, iç borç stokunun ise yüzde 23,6'sının değişken faizli, yüzde 19,7'sinin enflasyona endeksli olması nedeniyle borç servisi projeksiyonları başta kur olmak üzere faiz ve enflasyondaki değişikliklere önemli ölçüde duyarlıdır.

Hazine iç borçlanmasının ortalama faizi Mart 2023 itibariyle yüzde 10,5 seviyesine gerilerken ortalama vade 74,7 aya yükselmiştir. Aynı dönemde yıllık enflasyonun yüzde 50 olduğu ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) portföyünün yüzde 77,5'inin yurtiçindeki ticari bankaların portföyünde yer aldığı dikkate alındığında seçimin akabinde yapılacak faiz artırımları banka bilançoları üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Öte yandan, kamu bankalarının toplam DİBS portföyünün yüzde 35'ine sahip olması faiz artırımını sürecinin olası bir sermaye ihtiyacını gündeme getirmesi olasılığı bulunmaktadır.

Hazine dış borçlanma faizi ise dolar bazında yüzde 9,5 seviyesinde olup ABD Hazine tahvillerinin üzerine ödenen prim 600 baz puan seviyelerindedir. TL ve dolar cinsi borçlanma faizlerinin neredeyse eşitlenmiş olması Hazine borçlanmasında olağan dışı bir duruma ve sürdürülebilir olmayan bir yapıya işaret etmektedir.

Türkiye Varlık Fonu (TVF) bünyesindeki kamu bankalarının sermayelendirmesi ve Piyasa İstikrar ve Denge Fonuna kaynak temini amacıyla ikrazen ihraç edilen DİBS stoku 2022 yılsonu itibarıyla 155,7 milyar TL seviyesindeyken 29 Mart 2023 tarihinde TVF tarafından yapılan açıklama ile kamu bankalarına sermaye desteği sağlamak üzere Hazinenin 111,7 milyar TL ikrazen DİBS ihraç edeceği bilgisi verilmiştir. Bu doğrultuda merkezi yönetim borç stoku söz konusu tutar oranında artış gösterecektir. Öte yandan, TVF'ye ihraç edilen DİBS'lerin vadesi Nisan 2024'ten başlayarak Şubat 2037'ye kadar yayılmaktadır. Bu senetlerin TÜFE'ye endeksli olması enflasyon farkının anapara ile birlikte ödeniyor olması nedeniyle Hazine nakit akımları üzerinde olumsuz etki yaratabilecektir.

KÖİ ve Kredi Garanti Fonu (KGF) başta olmak üzere koşullu yükümlülük portföyünden 2023 Hazine finansman programı üzerine gelebilecek yükümlülüklerle ilgili veri bulunmamaktadır. Seçim sonrasında kur ve faiz oranlarında yukarı yönlü hareket olması durumunda bu koşullu yükümlülükler nedeniyle Hazine üzerine ek maliyet oluşabilecektir.

Makroekonomik ve Para Politikasına İlişkin Riskler:

OECD, IMF gibi kuruluşlar ve piyasa analistleri ile akademisyenler öne çekilen harcamalar, süreklilik gösterme eğilimindeki yüksek enflasyon nedeniyle orta ve düşük gelirli alım gücünün düşmesi ve deprem gibi faktörlere bağlı olarak 2023 yılı büyümesinde yavaşlama olacağına ilişkin tahminlerde bulunmaktadır⁴. Bununla beraber, uygulanan seçim ekonomisi nedeniyle ekonomik yavaşlama sınırlı seviyede olabilir.

TCMB anketine göre yüzde 37,7 seviyesindeki 2023 yılsonu enflasyon beklentisi politika faizinin yüzde 8,5 olmasının da etkisiyle enflasyon ataletinin güçlendiğine işaret etmektedir. Öte yandan genişlemeci maliye politikasının yaratacağı baskı nedeniyle yıl sonu enflasyon oranının TCMB anketindeki beklentinin üzerinde gerçekleşmesi olasılığı güçlüdür.

Mart 2023 verilerine göre 118 milyar dolara ulaşan 12 aylık birikimli dış ticaret açığında gözlenen enerji ve altın hariç dengedeki bozulmaya ilaveten deprem bölgesinin yeniden inşası nedeniyle oluşacak ithalat talebi nedeniyle yıl sonunda açığın beklenenden fazla olması muhtemel görülmektedir. Buna paralel olarak cari işlemler açığı da artış beklentisi göstermektedir.

Mevduat faizlerinin negatif olması yatırımcıların emlak ve otomobil piyasası dahil alternatif varlıklara yönelmesi bu piyasalarda yüksek fiyat artışlarına neden olmaktadır. Öte yandan tüketimin öne çekilmesi nedeniyle de enflasyonist baskıya yol açmaktadır. KKM üzerindeki faiz sınırının kaldırılmasıyla birlikte döviz kurunun son bir ayda yüzde 5, son bir haftada ise yüzde 2,5 seviyesinde artış göstermesi, bu kanalla açılan mevduat ve katılım hesaplarının büyüklüğünün 1,8 trilyon TL'yi aşmasına yol açmıştır. Seçim belirsizliği ile birlikte artan döviz talebinin de etkisiyle döviz kurunda gözlenen artışın devam etmesi durumunda enflasyonist baskılar artabileceği gibi KKM ve kamunun dövize endeksli yükümlülükleri nedeniyle bütçeye ilave yük doğabilecektir.

Dış ticaret açığının büyüme eğilimi içinde olması, 160 milyar doların civarında olduğu öngörülen finansal kesimin, şirketlerin ve kamunun kısa vadeli dış borç ödemeleri ve KKM'den olası geri dönüşler nedeniyle oluşabilecek döviz talebine karşılık TCMB rezervinin 121 milyara, net döviz rezervinin ise 13,8 milyar dolara gerilemiş olması da bir diğer risk faktörü olarak öne çıkmaktadır.

Seçim Sonrası Senaryoları ve IMF Seçeneği

Seçime bir aydan az kalmışken seçim sonrasında farklı siyasi partilerin iktidara gelmesi durumunda uygulayacakları ekonomi programının çerçevesi de büyük ölçüde belirginleşmiş bulunuyor. Bu kapsamda Cumhuriyet İttifakı "Türkiye Ekonomi Modeli" olarak adlandırılan yaklaşımın devam edeceğini⁵, Millet İttifakı ekonomide "makul" politikalara dönüş yapılacağını⁶, Emek ve Özgürlük İttifakı ise ekonomik krizin maliyetinin yerli ve yabancı sermayeye yüklenerek emekçilerin yaşam koşullarının iyileştirileceğini ifade etmektedir. Bu bağlamda güncel anket sonuçlarından⁷ ve Emek ve Özgürlük İttifakının Cumhurbaşkanı adayı

⁴ "OECD Türkiye'nin 2023 Büyüme Tahminini Düşürdü" <https://www.bloomberght.com/oece-turkiyenin-2023-buyume-tahminini-dusurdu-2327197> ve "IMF Türkiye'nin 2023 Büyüme Tahminini Düşürdü" <https://www.bloomberght.com/imf-turkiye-nin-2023-buyume-tahminini-dusurdu-2329663>

⁵ "Türkiye Ekonomi Modelinden Dönüş Yok" <https://www.ekonomim.com/gundem/turkiye-ekonomi-modelinden-donus-yok-haberi-691403>

⁶ "Millet İttifakının Mutabakat Metninde Ekonomide Öne Çıkanlar" <https://www.bloomberght.com/millet-ittifaki-nin-mutabakat-metninde-ekonomide-one-cikanlar-2324313>

⁷ "Cumhurbaşkanlığı Seçimi Anketleri" <https://600vekil.com/>

çıkarmamış olmasından hareketle seçim sonrası için iki senaryo ortaya çıkmaktadır: (i) Mevcut ekonomik modelin devamı senaryosu, (ii) Sosyal destekli olarak makule dönüş senaryosu.

Mevcut ekonomik koşullarda daralan büyüme, kalıcı hale dönüşme eğilimindeki yüksek enflasyon, cari işlemler dengesinde ve bütçede ortaya çıkan ve giderek büyüyen ikiz açık, para politikasının işlevsiz ve makro-ihtiyati tedbir adı altında piyasa mekanizmasının etkisiz hale getirilmesi nedeniyle seçim sonucundan bağımsız olarak sürdürülebilirliği önceleyen ekonomik tedbirlerin alınması zorunlu görülmektedir. Dolayısıyla aşağıda ele alınan senaryolar bu temel varsayım üzerinden değerlendirilmektedir:

Senaryo 1: Mevcut ekonomi modelinin devam ettirilmesi

Türkiye Ekonomi Modeli (TEM) düşük faizle üretim ve istihdamın desteklenmesi yoluyla ihracatın artırılması ve ödemeler dengesinin sağlanmasını hedeflemektedir. Bununla beraber geçtiğimiz beş yıllık dönemde enflasyon hedeflemesi modelinin terkedilmesiyle beraber TCMB'nin bir hafta vadeli repo faizi politika faizi olarak işlevsizleşirken yüzde 5 olarak belirlenmiş olan enflasyon hedefi bir çapa olma özelliğini kaybetmiştir. Bu bağlamda TEM'in sürdürülmesi durumunda enflasyonun kontrol altına alınmasında faiz artırımına başvurulup başvurulmayacağı kullanılabilir politik araçlarının tespiti açısından belirleyici olacaktır. Faiz artırımına gidilmemesi durumunda fiyat kontrolleri yoluyla piyasa müdahalelerinin devam etmesi, döviz piyasasına müdahale edilerek kurun baskı altında tutulması, KKM uygulamasının devam etmesi, döviz piyasasında likiditenin kuruması halinde kambiyo rejiminde değişikliğe gidilmesi olasılıkları bulunmaktadır. Bu senaryonun gündeme gelmesi durumunda döviz talebi ve uluslararası rezervlerin seviyesi ekonomi politikasının belirlenmesinde pivot role sahip olacaktır. Bu aşamada yaşanabilecek bir ödemeler dengesi problemi güvenilir ve düşük maliyetli mali destek sağlanmasını teminen IMF ve benzeri finansman kaynaklarına başvurulması sonucunu doğurabilecektir.

Öte yandan yukarıda özetlenen harcama artırıcı faktörlerin etkisiyle 2023 yılında bütçe açığının OVP'de öngörülen seviyenin iki katı ve üzerinde gerçekleşmesi öngörülmekle beraber yaşanan mali genişlemenin 2024 Mart ayındaki yerel seçimlere kadar devam etmesi beklenebilir. Ancak bu yaklaşımın enflasyon ve mali sürdürülebilirlik üzerindeki olası olumsuz etkileri dikkate alındığında 2024'ün ikinci yarısından itibaren mali sıkılaşmayı gerektiren bir ekonomik programın gündeme gelmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Bu aşamada ekonomik programın kredibilitésinin ve güvenilir bir çapanın sağlanmasını teminen uluslararası kuruluşların desteğine ihtiyaç duyulabilecektir.

Senaryo 2: Ekonomide makule dönüş

Depremin ekonomi üzerindeki etkisi ve uygulanan seçim ekonomisinin kamu maliyesi üzerindeki olumsuz etkileri 2018 yılından bu yana süregelen ekonomik krizle birleştiğinde geleneksel ekonomi politikalarına geçilerek enflasyon hedefine uygun olarak faiz politikasının uygulanması ve döviz kuru üzerindeki müdahalelerin kaldırılması beklenmektedir. Bu bağlamda politika faizinin aşamalı olarak yükseltilmesi ve döviz kurunun piyasa koşullarında belirlenmesine bağlı olarak kısa vadede TL'de değer kaybı olası görülmektedir.

Öte yandan bütçe disiplininin ön plana çıkartılması ve mali kural gibi yapısal reformlarla desteklenen bir ekonomik program yabancı yatırımcıların piyasadaki Türk varlıklarına güçlü bir talep göstermesi için gerekli koşulların oluşumuna imkân sağlayacaktır. Yabancı yatırımcıların DİBS piyasası içindeki payı yüzde 0,8 olup tarihsel düşük seviyede olması doğrultusunda kurumsal yabancı yatırımcıların yeniden DİBS piyasasına girişi sadece Hazine finansman

ihtiyacının karşılanmasına katkı sağlamakla kalmayacak aynı zamanda başta kamu bankaları olmak üzere yurtiçi ticari bankaların bilançolarındaki DİBS'in bir kısmının da bu yatırımcılara aktarılmasına imkan sağlayacaktır.

Bağımsız Merkez Bankası ve maliye politikası ile uyumlu para politikasının yanı sıra Avrupa Birliği üyelik sürecinin yeniden başlatılması gibi güçlü bir çapa olması bir yandan doğrudan yabancı sermaye yatırımını cazip hale getirerek yatırım ve istihdamın artmasının önünü açarken diğer yandan da Türkiye'ye ilişkin genel risk algısının ve Hazine ile birlikte diğer ihraççıların da borçlanma koşullarının iyileşmesine katkı yapacaktır.

Bu bağlamda IMF'nin temel misyonuna uygun olarak üye ülkelere mali kaynak ve teknik yardım sağladığı dikkate alındığında yapısal reformlarla desteklenen, şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin ön plana çıkartıldığı güçlü ve tutarlı bir ekonomik programın liyakatli kadrolar tarafından hayata geçirilmesi durumunda finansal destek içeren bir IMF programına ihtiyaç duyulmayacaktır. Zira akılcı bir yaklaşımla 2001 krizi sonrasında geliştirilen ve 2008 krizinden Türkiye'nin minimum hasarla etkilenmesini sağlayan kurumsal kapasite IMF programlarında yaygın olarak başvuru performans kriterlerini ve yapısal kriterleri gerçekleştirilebilecek seviyededir.

Sonuç

Deprem olumsuz ekonomik etkilerinin yanı sıra EYT, emekli maaş zammı gibi genişletici mali etki yapan düzenlemeler nedeniyle bütçe açığı / GSYH oranının 2023 yılında yüzde 8-10 seviyesine ulaşması olası görülmektedir. Öte yandan seçimin yaklaşmasıyla birlikte kentsel dönüşümün yarısının devlet tarafından karşılanacağı⁸ ve deprem konutlarının depremzedelere ücretsiz olarak verileceği⁹ gibi büyüklüğü artan seçim vaatleri, 2023 sonrasında da kamu maliyesinin kayda değer açık vereceğine işaret etmektedir. Buna ilaveten aylık bazda 8-10 milyar dolar açık veren dış ticaret dengesi ve yıl sonunda 40-50 milyar dolar açık vermesi beklenen cari işlemler dengesi de eklendiğinde önümüzdeki dönemde Türkiye'nin ikiz açık problemi ile karşı karşıya kalacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca net uluslararası rezervlerin düşük seviyede olması da risk algısını artırmakta ve TL'nin diğer dövizler karşısında zayıflamasına neden olmaktadır.

Siyasi belirsizlikle birleşen olumsuz ekonomik ve finansal görünüm, krizden çıkışın IMF destekli programla mümkün olabileceği değerlendirmelerine yol açmıştır. IMF'nin ödemeler dengesi krizi yaşayan ülkelere finansal kaynak sağlamanın yanı sıra yatırımcılara kriz içindeki ülkelerin sorumlu ekonomi politikaları uygulayacakları ve yapısal reformları hayata geçirecekleri konusunda verdikleri taahhütlerin takipçisi olmaktadır. Bu bağlamda IMF programı bir tür çapa fonksiyonu görmektedir. Özellikle kurumsal teknik kapasite ve siyasi istikrarın bulunmadığı ya da yetersiz olduğu gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerde ekonomik krizler sıklıkla tekrarlanmakta ve bu ülkeler krizden çıkış konusunda IMF desteğine ihtiyaç duymaktadır. Nitekim Tablo 1'de yer alan ülkeler arasında ekonomik ve kurumsal olarak gelişmiş ülkeler bulunmamaktadır. Bu bağlamda Türkiye'nin sahip olduğu kurumsal kapasitenin güçlü bir siyasi taahhütle desteklenmesi halinde liyakatli kadrolar tarafından şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerine göre hayata geçirilecek itibarlı ve güvenilir bir ekonomi

⁸ "Erdoğan: Kentsel dönüşümde maliyetin yarısını devlet karşılayacak" <https://www.bloomberght.com/donusume-giren-evlerin-maliyetinin-yarisini-devlet-karsilayacak-2330185>

⁹ "Kılıçdaroğlu: Konutları depremzede vatandaşlarımıza ücretsiz teslim edeceğiz" <https://www.sozcu.com.tr/2023/gundem/kilicdaroglu-konutlari-depremzede-vatandaslarimiza-uccretsiz-teslim-edecegiz-7640344/>

SEÇİMDEN SONRA YOLLAR IMF'YE Mİ ÇIKIYOR?

programı, IMF desteğine ihtiyaç duymaksızın Türkiye'nin kalıcı düşük enflasyon, sürdürülebilir kamu maliyesi ve istikrarlı yüksek büyüme hedefine ulaşmasını mümkün kılacaktır.