



ENFLASYON RAPORU VE

PARA POLİTİKASINDA GÜNCEL GELİŞMELER

DOĐ.DR.DEREN ÜNALMIŐ

KASIM 2023

2 Kasım'da yayımlanan Enflasyon Raporu, güncel makroekonomik gelişmeleri değerlendirmenin ve TCMB'nin enflasyon tahminlerini sunmanın yanında, parasal sıkılaşmayı güçlendirmek, iç talebin dengelenmesini sağlamak ve TL'ye geçiő sağlamak amacıyla yapılanları ve yapılacakları, ayrıca 2024 sene ortasında başlaması beklenen dezenflasyon sürecini etkileyebilecek riskleri özetliyor.

Raporda sunulan çerçeve göz önünde bulundurulduğunda, fiyat istikrarının sağlanması için iç talebin yavaşlatılması, maliye politikalarının desteği ve enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması gerekiyor. Ancak görülen o ki, herşey yolunda gitse dahi dezenflasyon sürecinin başlaması Haziran 2024'ü bulacak. İç talep yavaşlamasının başladığına dair sinyallerin henüz zayıf olması, önümüzdeki dönemde yerel seçimlerin yaklaşmasının maliye politikasının para politikasına desteğini sınırlama olasılığı ve enflasyon beklentilerindeki artışın devam etmesi nedeniyle dezenflasyon sürecini sekteye uğratabilecek çeşitli riskler mevcut.

Küresel tarafa bakıldığında, gelişmiş ülkelerin faizlerinin bir süre yüksek seviyelerini koruyacak olması ile beraber gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarının yavaşlaması, en önemli ihracat pazarımız olan euro bölgesinde talebin zayıflaması ve petrol fiyatları üzerindeki belirsizliklerin jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak devam etmesi bu koşulların da pek destekleyici olmadığını gösteriyor.

Enflasyona Etki Eden Faktörler ve Tahminler

Raporda son aylarda enflasyondaki hızlı artışta büyük şokların bir arada gerçekleşmesinin etkili olduğu dile getiriliyor. Rapordaki bir kutuda ve söz konusu kutunun baz aldığı güncel bir TCMB Çalışma Tebliğinde büyük şokların kısa bir süre zarfında ortaya çıkmasının, firmaların fiyatlarını çok hızlı değiştirmelerine yol açtığı değerlendiriliyor. Böylesi büyük şok dönemlerinde, enflasyon beklentilerindeki artışın fiyatlama davranışlarını bozduğuna, bunun da Haziran-Eylül 2023 döneminde enflasyondaki artışın (döviz kurundan sonraki) en önemli ikinci belirleyicisi olduğuna dikkat çekiliyor. Raporda Haziran-Eylül döneminde tüketici enflasyonundaki %38,3'ten %61,5'e yükselişin gerekçeleri olarak birden fazla büyük şoktan bahsediliyor. Bunlar seçim sonrası yaşanan döviz kuru artışı, yaz aylarındaki ücret düzenlemeleri, deprem finansmanı nedeniyle vergi ve yönetilen/yönlendirilen kalemlerdeki fiyat artışları ve jeopolitik gelişmeler nedeniyle küresel enerji fiyatlarındaki artış. Raporda toplam talep koşullarının, üçüncü çeyrekte ivme kaybetmekle birlikte, enflasyonist düzeyde seyretmeye devam ettiği ifade ediliyor. Enflasyonun bileşenlerine bakıldığında, temel mal enflasyonunun kur geçişkenliği azaldıkça hızla gerilediği, ancak görece yüksek ataletle sahip olması nedeniyle hizmet enflasyonunun tarihsel yüksek seviyelerde kaldığı görülüyor.

Yukarıda bahsi geçen gelişmelerin enflasyona yansımalarının Ekim ayı itibarıyla büyük ölçüde tamamlandığı, ancak ilave faktörlerin etkisi ile enflasyonun önümüzdeki dönemde de artmaya devam edeceği belirtiliyor. Özellikle Kasım 2023'te doğalgaz tüketiminin artması ile bedelsiz kullanım sınırının aşılacak olması, Ocak 2024'te asgari ücret artışının ve otomatik güncellenen vergilerin bu artışın ana belirleyicilerinin olması bekleniyor. Enflasyonun Mayıs 2024'te doğal gaz fiyatları kaynaklı baz etkisi ile %70-75 aralığında zirve yapması, sonrasında parasal sıkılaştırmanın birikimli etkileri, iç talepteki yavaşlama ve ters yönde baz etkisi ile dezenflasyon sürecinin başlayacağı öngörülüyor. Söz konusu sürecin sağlıklı işlemesi için maliye politikasının eşgüdümlü hareket etmeye devam etmesinin önemi de vurgulanıyor.

Bu çerçevede, TCMB'nin enflasyon tahminleri 2023 yılsonu için yüzde 58'den 65'e, 2024 yılsonu için yüzde 33'ten 36'ya güncellendi. 2025 yılsonu için yüzde 14 olarak tutuldu, yani buna göre iki yıl sonra dahi çift haneden kurtulamıyoruz. Tahminlerdeki değişikliğin yanında, petrol fiyatlarındaki değişimler başta olmak üzere aşağı ve yukarı yönlü risk faktörlerinin çoğalması nedeniyle, belirsizlik aralığı da genişletilmiş. Raporun tanıtıldığı basın toplantısı sırasında TCMB Başkanı, tahmin modellerine büyük şokların doğrusal olmayan etkilerinin dahil edilmesiyle kullandıkları modellerin enflasyonu tahmin performansının arttığını söyledi.

Para Politikası Gelişmeleri

Enflasyon ile mücadele için politika faizlerini Haziran-Ekim döneminde %8,5'ten %35'e çıkartan TCMB, bunun yanında brüt rezervleri artırma çabasında oldu ve kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarını azaltarak TL mevduatı teşvik edebilmek amacıyla makroihtiyati politika çerçevesini değiştirdi. Makroihtiyati sadeleşme olarak sunulan yeni çerçevede, menkul kıymet tesis zorunluluğu kaldırılarak bunun yerine zorunlu karşılık komisyon zorunluluğu getirildi. Ek olarak, YP zorunlu karşılıklardan komisyon alınması ve KKM'den çıkış ile birlikte toplam mevduatlar içerisinde TL mevduatın payının artırılması hedeflendi. Ayrıca KKM hesaplarında asgari faiz zorunluluğunun kaldırılmasının TL mevduatı destekleyeceği ifade edildi. KKM hesaplarının TL mevduat sayılmadığı TL payı seviyesinde artış hedeflerine geçildi. Ticari krediler üzerindeki kısıtlar da kaldırıldı. İhracat ve yatırım kredilerini kolaylaştırıcı ilave önlemler alınarak seçici kredi uygulamalarına devam edildi.

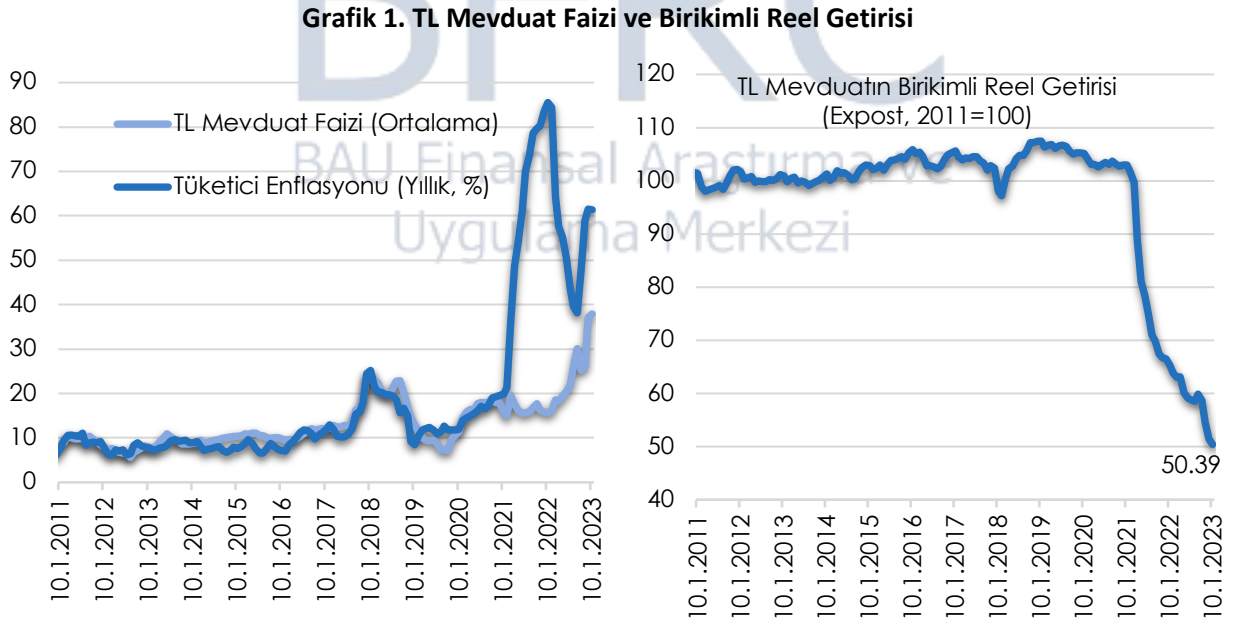
Raporda, Haziran ayında duran ticari kredi kanalının, faizlerin daha makul seviyelere gelmesi ile son aylarda tekrar işler haline geldiği dile getiriliyor. Ayrıca, kredi kompozisyonunun ticari krediler lehine değiştiği, ticari kredi büyümesinin süreklilik göstermeye başladığı, tüketici kredisi büyümesinin gerilediği ve yeni limitlerle uyumlu hale geldiği belirtiliyor. Başkanın sunumunda, ticari kredilerdeki istikrarlı büyümede kamu bankaları kadar özel bankaların da rol oynadığı ifade edildi. TCMB'nin reeskont ve yatırım taahhütlü kredilerinin de son dönemde tekrar artmaya başladığı dile getirildi.

Rapor döneminde TCMB'nin fonlamanın para takası işlemleri ile yapıldığı belirtiliyor. Bir önceki enflasyon raporu döneminde 907 milyar TL olan para takası işlemlerinin 1,59 trilyon TL'ye yükseldiği dile getiriliyor. Bu dönemde API fonlamanın ise KKM kur farkı ödemeleri ve TCMB kaynaklı döviz işlemleri nedeniyle negatife döndüğü ve -148 milyar TL olduğu ifade ediliyor. KKM hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarını artıran düzenlemeler ile de yaklaşık 700 milyar TL likiditenin sterilize edildiği söyleniyor.

Parasal Aktarım Düzgün Çalışacak Mı?

Raporun son kutusunda, fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda parasal aktarımda güçlendirilmesi amaçlanan kanallar inceleniyor. Buna göre TCMB, iç talebin dengelenmesi, enflasyon beklentilerinin iyileştirilmesi ve TL cinsinden varlıklara olan talebin artırılmasını sağlayacak ölçüde parasal sıkılaştırma uygulamak istiyor. Bankanın “parasal sıkılaştırma” kapsamı, faiz artışları, miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi politikalarını içeriyor.

Haziran ayında başlayan parasal sıkılaştırma sayesinde iç talebin dengelenmesi bekleniyor. Ancak geçtiğimiz dönemde, gerek mevduat, gerekse de kredi faizlerinin artışına enflasyondaki ve enflasyon beklentilerindeki hızlı artışın da eşlik ettiği unutulmamalı. Özellikle mevduat faizlerinin, artmasına rağmen, halen gerçekleşen enflasyonun altında (neredeyse yarısı) olması TL tasarrufları destekleyici olamıyor. TL mevduatta değerlendirilen tasarrufların alım gücü açısından değeri her geçen gün eriyor. Örneğin aşağıdaki grafik, TL mevduat faizinin son senelerde enflasyonun oldukça altında kaldığını ve TL mevduatın artık tasarruflarımızı enflasyona karşı koruyamadığını gösteriyor. 2021 yılı sonundan bu yana TL mevduatta tutulan tasarrufların değeri bugün alım gücü açısından yarısına düşmüş durumda. Faiz seviyesi gerçekleşen enflasyonun altında kaldıkça da bu erimenin devam etmesi beklenir.

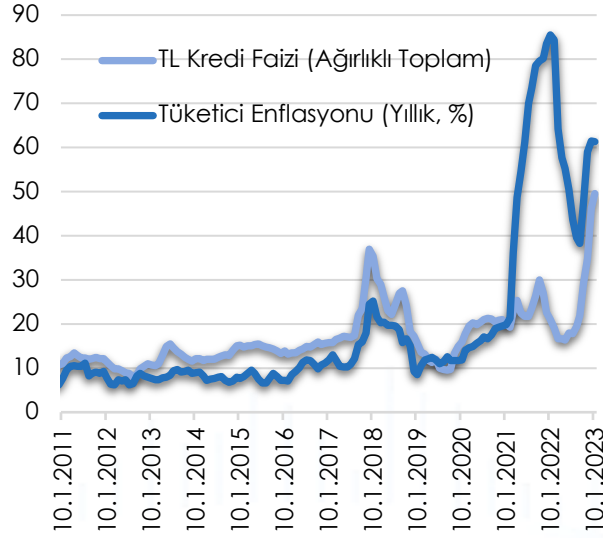


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Mevcut durumda TL kredi faizleri de enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin fazla üzerinde olmadığından, finansal koşullar eskisi kadar olmasa da talebi desteklemeye devam edebiliyor. Ayrıca, enflasyon ve

enflasyon beklentileri yüksek oldukça, faizler artsa dahi, talebin öne çekilmesi davranışının gerektiği gibi kırılmayacağını düşünüyoruz.

Grafik 2. TL Kredi Faizi ve Enflasyon



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Sıkılaştırılan para politikasına eşlik eden seçici kredi sıkılaştırması ile yatırımlardan ziyade tüketim tarafının dengelenmesinin hedeflendiği belirtiliyor. Bu kanalla tüketim ve ithalat azalırken yatırım ve ihracatın ekonomik büyümenin ana sürükleyicileri olması isteniyor. Ancak yatırımların verimlilik üzerindeki etkisinin uzun zaman alacağı, yatırım talebinin kısa vadede enflasyonist etki yaratabileceği ve geçici de olsa ithalatı artırarak dış dengeyi daha da bozabileceğine değinilmiyor. Bu durumda maalesef kısa vadede büyüme enflasyon ödünleşimi nedeniyle TCMB'nin öngördüğü dezenflasyon patikası istendiği gibi çalışmayabilir.

Özetle, dezenflasyon süreci sabır işi, eğer bu işi ekonomik büyümeden fazla feragat etmeden yapmak istiyorsak aktarım kanalları etkin çalışmayacağı için tahmin ettiğimizden çok daha uzun sürecek, biz süreci yumuşatmaya çalışırken süreç uzayacak, süreç uzadıkça daha da bozulan enflasyon beklentilerini kontrol edemezsek gelen büyük şoklar bizi daha da yüksek enflasyon noktalarına taşıyabilecek. Ardından para politikası yapıcıların çok iyi bildiği gibi, işlerin düzelmesi için başlangıç noktasında yapmaktan çekindiğimiz parasal sıkılaştırmanın çok daha fazlasını yapmak gerekecek. Bu kararları alabilmek için daha bağımsız ve kamuoyu desteğini almış merkez bankalarına ihtiyaç duyulur.

Son Söz

Merkez bankalarının önemli iletişim araçlarından biri olan enflasyon raporları, üst yönetim ve ekonomistler başta olmak üzere, raporun içeriğine ve yazımına katkı veren tüm çalışanların para politikası ve makroekonomi konularındaki bilgi birikimini ve teknik kapasitesini yansıtır; ayrıca baz aldığı kapsamlı veri seti ile finansal piyasalardaki ve ekonomideki etkileşimleri daha iyi anlayabilmemize olanak tanır. Bu açıdan son enflasyon raporunun bir süredir özlediğimiz tarzda, titizlikle hazırlanmış oldukça keyifli bir metin olduğunu değerlendiriyoruz. Yakın dönemde TCMB Çalışma Tebliği ve Ekonomi Notlarının sayısının tekrar arttığını ve yapılan teknik çalışmaların rapordaki yansımalarını sevinçle gözlemliyoruz. Bu eğilimin devamını diliyoruz. Emeği geçenlerin eline sağlık.

