

TÜRKİYE ve GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON ve PARA POLİTİKASI

Ozan Bakış¹, Gökhan Şahin Güneş²

Yönetici Özeti

Pandemiyle başlayan dönemde merkez bankaları zorlu bir sürece girdi. Merkez bankaları ilk başta pandeminin olumsuz etkilerini önlemek için gevşek para politikası, takip eden dönemde ekonomilerin toparlanmasıyla ortaya çıkan ve Ukrayna'nın işgaliyle daha zorlu hale gelen enflasyonist ortamla mücadele etmek için sıkı para politikası benimsediler. Bu zorlu süreçte enflasyonu kontrol altında tutmak adına merkez bankaları politika faizlerini artırıyordular. Ancak, Türkiye'nin diğer ülkelere kıyasla çok daha yüksek bir enflasyon oranına sahip olmasına rağmen politika faizini düşürerek diğer ülkelerden ayrılan bir para politikası benimsediğini görüyoruz.

Giriş

Son dönemde gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları açısından yaşanan ekonomik sorunların iki kaynağı olduğu söylenebilir. İlki, yükselen enerji ve petrol fiyatlarıyla tarımsal ürün fiyatlarındaki artışlar. İkincisi ise gelişmiş ülke merkez bankalarının kendi ülkelerindeki enflasyonla mücadele kapsamında benimsedikleri para politikaları. Bu koşullar altında gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun seyri ve merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının karşılaştırmalı olarak incelenmesi önem kazanmıştır. Bu araştırma notu bazı gelişmekte olan ülkelerdeki güncel enflasyon oranlarını, para politikası faiz oranlarını ve merkez bankalarının enflasyon tahminlerini incelemektedir.

Pandemiden sonra para politikasının seyri

Geçtiğimiz 2,5 yılda yaşadığımız öngörülemez gelişmeler merkez bankalarını zor bir durumda bıraktı. 2020 yılında pandemiyle başlayan süreçte neredeyse tüm ülkeler kapanma kararı aldı ve faaliyet kısıtlamaları getirildi. Pandeminin bulaşıcılığını engellemek adına alınan kararlar neticesinde ekonomik aktivitede belirgin düşüşler ortaya çıktı. Bu dönemde ekonomik daralmayı sınırlamak adına birçok ülke mali destek paketleri açıklarken, merkez bankaları genişleyici para politikası benimsedi.

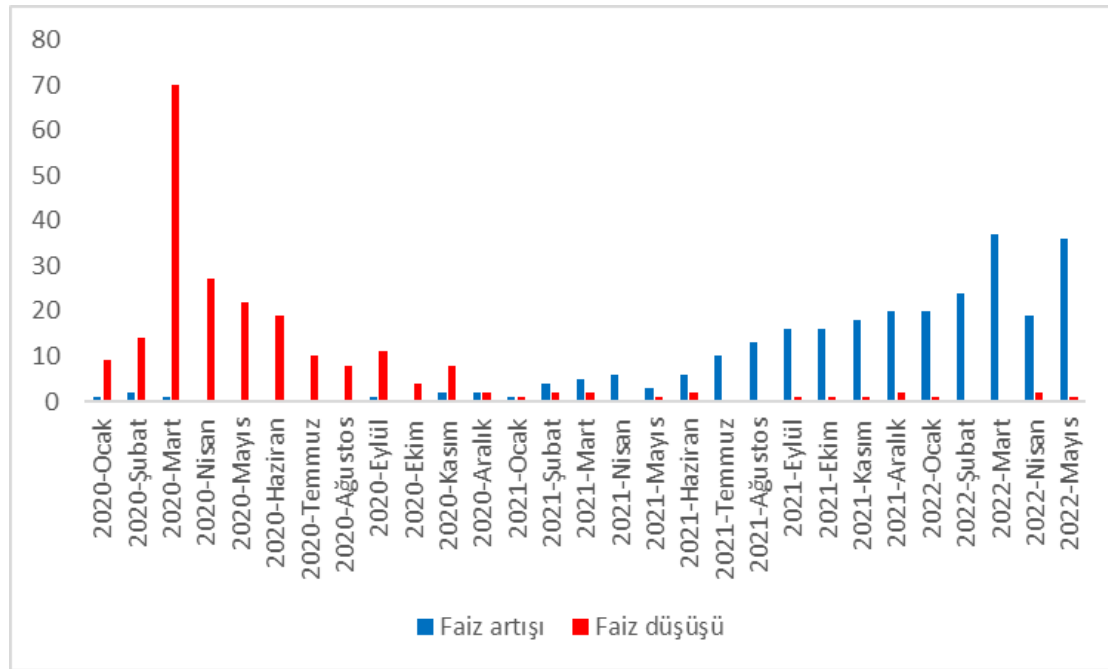
Şekil 1, 2020 Ocak ayından itibaren ilgili ayda politika faizini artıran ya da düşüren merkez bankası sayısını göstermektedir. Pandeminin ortaya çıktığı 2020 yılbaşından itibaren kendi ülkelerinde ortaya çıkabilecek talep daralmalarının olumsuz sonuçlarını önlemek amacıyla birçok merkez bankası faiz oranlarını düşürdü. Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla 9 ve 14, pandeminin etkilerinin belirginleştiği Mart ayında ise 70 merkez bankası faiz oranlarını

¹ Prof. Dr. Ozan Bakış, **Betam**, Direktör Yardımcısı, ozan.bakis@eas.bau.edu.tr

² Dr. Öğr. Üyesi Gökhan Şahin Güneş, **Betam**, Uzman Araştırmacı, gokhansahin.gunes@eas.bau.edu.tr

düşürmüştür. Politika faizini düşüren merkez bankalarının sayısı yıl içinde azalsa da faiz düşüşleri 2020 boyunca devam etmiştir.

Şekil 1: Politika faizini artıran/düşüren merkez bankası sayısı



Kaynak: cbrates.com

2021 yılında pandeminin etkileri azalmaya başlamış, yavaş da olsa ekonomik toparlanma gözlenmiştir. Ancak, bu yavaş toparlanmaya rağmen enflasyon oranlarında kimi ürünlerin arzında yaşanan kısıtlar nedeniyle beklenenden yüksek artışlar ortaya çıkmıştır. Merkez bankaları enflasyon oranlarındaki bu yükselişi kontrol altına almak için politika faizlerini artırmaya başlamıştır. Birçok merkez bankası enflasyondaki yükselişin geçici olduğunu düşündüğünden politika faizlerini ilk başta hızlı ve yüksek oranda artırmamıştır. Ancak enflasyonda yükselişin geçici olmadığı ortaya çıkınca merkez bankaları faiz artırım döngüsüne girmişlerdir. Nitekim 2021 yılının ortasından itibaren faiz artıran merkez bankası sayısı da artmıştır. 2021 Haziran'da 6 merkez bankası faiz artırmışken, 2022 Şubat'ta faiz artıran merkez bankası sayısı 24'e yükselmiştir.

İlk başlarda çip krizi ve hanehalklarının pandemi kısıtları sebebiyle erteledikleri talepleri enflasyon oranlarının yükselmesinde etkili olurken, son dönemde Rusya'nın Ukrayna'yı işgal etmesi yeni enflasyonist baskı oluşturan etkenleri ortaya çıkarmıştır. Bu işgal özellikle petrol ve enerji fiyatları ile tarım ürünleri arzının düşmesi nedeniyle bu ürünlerin fiyatlarında artışlara yol açmıştır. Bu gelişmeler sonucunda enflasyon oranları uzun zamandır görülememiş rekor seviyelerine çıkmıştır. Örneğin, Almanya'da yıllık enflasyon oranı yüzde 7,6'ya, ABD'de yüzde 8,6'ya, Brezilya'da ise yüzde 11,7'ye yükselmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ve para politikası

Yükselen enflasyonla mücadelede bu ülkelerin merkez bankaları parasal genişleme miktarlarını azaltmış ve politika faiz oranlarını artırmaya başlamışlardır. Ayrıca, gelişmiş ülke

merkez bankaları sözlü yönlendirmeye para politikasındaki sıkı duruşun devam edeceğinin, hatta daha sıkı hale geleceğinin sinyallerini vermektedirler.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının kendi ülkelerindeki enflasyonla mücadele stratejileri geliştirmekte olan ülkelerin enflasyonla mücadelelerini daha zorlu hale getirmektedir. Zira gelişmiş ülkelerdeki faiz artışları geliştirmekte olan ülkelere daha az yabancı sermaye girmesine ya da bu ülkelere sermaye çıkışlarına sebep olmaktadır. Öncelikle finansal piyasalarda etkisini gösteren bu durum geliştirmekte olan ülke para birimlerinin değer kaybetmesine sebep olmaktadır. Yerel para biriminin değer kaybetmesi ithal edilen mal ve hizmetlerinin fiyatlarını arttırdığından enflasyonla mücadeleyi zorlaştıran bir etken olmaktadır.

Ekte yer alan Tablo 1 seçilmiş geliştirmekte olan ülke³ merkez bankalarının geçtiğimiz iki yılda belirledikleri politika faiz oranlarını göstermektedir. Bekleneceği üzere bu merkez bankaları da 2020'nin ilk yarısında faiz oranlarını düşürmüş ve yılsonuna kadar düşük düzeyde tutmuşlardır. Ancak, 2021'in ortasından itibaren bu merkez bankaları faiz artırmaya başlamıştır. Faiz artış döngüsüne 2021 Mart ayında Brezilya başlamış, diğer geliştirmekte olan ülkeler ise 2021 Ekim ayına kadar bu döngüye katılmışlardır⁴. Bu ülkelerdeki faiz artış döngüsünde en yüksek parasal sıkılaştırma yapan ülke olan Brezilya Şubat 2021'de yüzde 2 olan politika faizini Mayıs 2022'de yüzde 12,75'e yükseltmiştir. Öte yandan, bu faiz artış döngüsünde politika faizi Çekya'da yüzde 0,25'ten (2021 Mayıs) yüzde 5,75'e, Güney Afrika'da yüzde 3,5'ten (2021 Ekim) yüzde 4,75'e, İsrail'de yüzde 0,1'den (2022 Mart) yüzde 0,75'e, Kolombiya'da yüzde 1,75'ten (2021 Eylül) yüzde 6'ya, Macaristan'da yüzde 0,6'dan (2021 Mayıs) yüzde 5,4'e, Meksika'da yüzde 4'ten (2021 Mayıs) yüzde 7'ye, Şili'de ise yüzde 0,5'ten (2021 Haziran) yüzde 8,25'e yükselmiştir.

Bu ülkelerdeki enflasyon oranları faiz artışlarına rağmen hedeflenen düzeylerden yüksek olmuştur. Ekte yer alan Tablo 2 seçilmiş geliştirmekte olan ülkelerdeki güncel enflasyon oranlarını, bu ülkelerdeki merkez bankalarının güncel politika faizlerini ve enflasyon hedefleri ile hem bu yıl hem de gelecek yılsonundaki bekledikleri enflasyon oranlarını göstermektedir. Güncel verilere göre bu merkez bankaları yükselen enflasyon oranına karşılık politika faizlerini arttırsa da Brezilya dışındaki ülkelerde politika faizleri cari enflasyon oranından düşüktür. Diğer bir ifadeyle bu ülkelerdeki reel politika faizleri negatiftir.

Veriler ayrıca bu merkez bankalarının 2022 sonunda kendi ülkelerindeki enflasyon oranının şimdikinden daha düşük olacağını ve bu düşüşün 2023 yılsonuna kadar devam edeceğini beklediklerini göstermektedir. Ancak, bu merkez bankalarından hiçbiri bu sene sonunda enflasyon hedefini tutturabileceklerini beklememektedir⁵. Bunun yanında, enflasyon hedefinde bu sene ortaya çıkacak sapma bazı ülkelerde gelecek sene de devam edecek gibi duruyor.

³ Bu ülkeler Brezilya, Çekya, Güney Afrika, Hindistan, İsrail, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Şili ve Türkiye'dir.

⁴ İsrail merkez bankası 2022 Nisan'da, Hindistan merkez bankası ise 2022 Mayıs'ta en geç faiz arttıran merkez bankaları olmuştur.

⁵ Bu merkez bankaları tahmin ettikleri yılsonu enflasyon oranının hedefledikleri enflasyon oranından yüksek olmasını beklemektedirler.

Türkiye aksi yönde ilerliyor

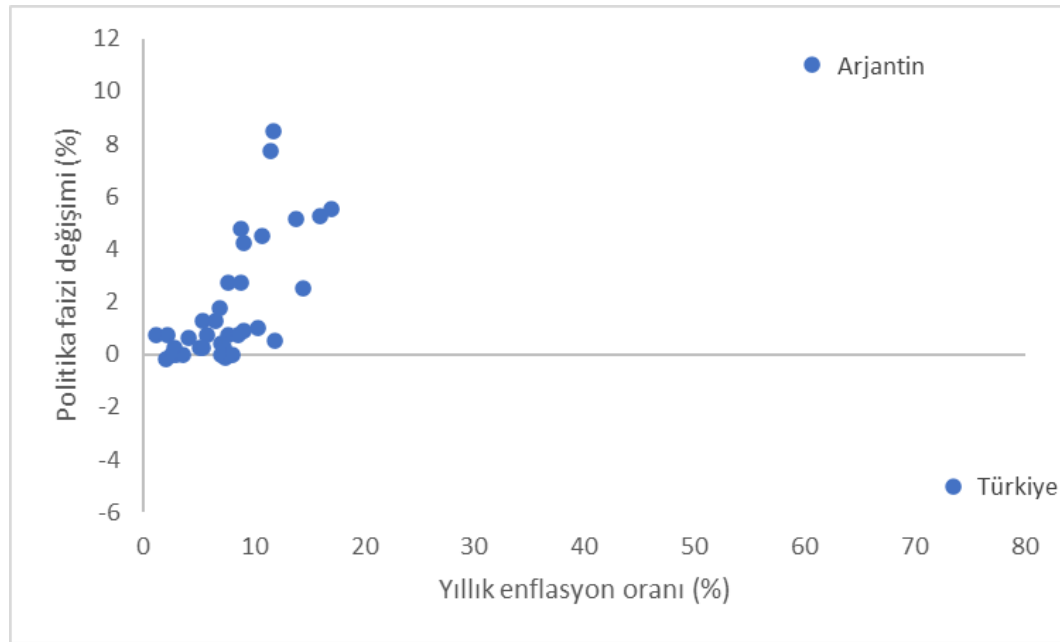
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) pandeminin başında akran ülkelere benzer bir para politikası duruşu benimsedi. TCMB de pandeminin başında politika faizini düşürürken, 2020 Eylül ayında faiz artışı döngüsüne başladı. TCMB faiz artışlarına 2021 Mart ayına kadar devam ederek politika faizini yüzde 10,25'ten yüzde 19'a yükseltmiş ve 2021 Ağustos'a kadar bu seviyede tutmuştur.

2021 Eylül ayı ise TCMB'nin para politikasında bir dönüm noktası olmuştur. TCMB Eylül'de 100 baz puan, Ekim'de 200 baz puan faiz indirerek diğer ülkelerden farklı bir para politikası stratejisi izlemiştir. TCMB faiz indirme politikasını 2021 Aralık ayına kadar sürdürmüş ve o tarihten itibaren faiz oranını yüzde 14'te sabit tutmuştur. TCMB'nin toplamda 500 baz puan faiz indirdiği dönemde Brezilya 650, Çekya 500, Güney Afrika 125, Hindistan 40, İsrail 65, Kolombiya 425, Macaristan 375, Meksika 250, Şili ise 675 baz puan faiz arttırmıştır.

Bu süreçte Türkiye'de hem döviz kuru hem de enflasyon artmaya devam etmiş ve Mayıs 2022 itibarıyla yıllık güncel enflasyon oranı yüzde 73,5'e ulaşmıştır. Bu oranın, TCMB'nin enflasyon hedefinin (yüzde 5) kıyaslama kabul etmeyecek kadar üzerinde olması bir yana, son enflasyon raporuna göre TCMB 2022 yılsonu enflasyonunun yüzde 42,8 olacağını tahmin etmektedir. Buna rağmen, TCMB politika faizini değiştirmemiş, sadece zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir.

Bu para politikası tercihiyle Türkiye dünyanın geri kalanından ayrılmaktadır. Şekil 2 son bir yılda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde son bir yıldaki enflasyon oranlarını ve bu ülke merkez bankalarının politika faizlerinde yaptıkları değişikliği göstermektedir. Bekleneceği üzere yıllık enflasyon oranındaki artış karşısında merkez bankaları politika faizlerini yükselterek tepki vermektedir. Ancak birçok ülkede enflasyon oranı nispeten düşük olduğu için bu ülkelerdeki politika faiz artışları da düşük olmuştur.

Şekil 2: Dünya genelinde son bir yıldaki enflasyon oranı ve politika faizi değişimi



Not: Şeklin verileri Tablo 3'te yer almaktadır.

Öte yandan, Arjantin'de ve Türkiye'de enflasyon diğer ülkelere kıyasla çok yüksektir. Nitekim yıllık enflasyon oranı Arjantin'de yüzde 60,7 iken, Türkiye'de yüzde 73,5'tir. Bu enflasyon oranlarına karşılık olarak Arjantin'de politika faizi yüzde 38'den yüzde 49'a yükselmiş, Türkiye'de ise politika faizi ise yüzde 19'dan yüzde 14'e düşmüştür.

Sonuç

Bu araştırma notu öngörülmesi imkânsız olayların meydana geldiği son iki yılda özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının bu olaylar karşısındaki para politikası duruşlarını incelemektedir. İnceleme hâlihazırda yükselmekte olan enflasyon oranlarıyla mücadelede gelişmekte olan ülke merkez bankalarının politika faizlerini arttırdıklarını; buna rağmen, bu ülkelerdeki merkez bankalarının 2022 yılsonundaki enflasyon oranlarının hedeflerinin üstünde olacağını beklediklerini göstermektedir. Türkiye'de enflasyonun olağanüstü yüksekliğine rağmen TCMB'nin yaygın olan politika duruşuyla ayrıştığını ve aksi yönde hareket ettiği görülmektedir.

Önümüzdeki dönemde tedarik sorunlarının devam edeceğine dair beklentiler, merkez bankaları için yüksek enflasyon oranlarını kalıcı hale gelmeden kontrol altında tutmayı ve enflasyonla mücadelede büyüme oranlarında kayıp yaşamamayı önemli bir sınav haline getirmektedir. Buna karşılık TCMB'nin gündeminde şimdilik faiz artışı yoktur. Yüksek enflasyonun döviz kurunun kontrol altına alınması, "küresel barış ortamının yeniden tesis edilmesi" ve yılsonunda da baz etkisinin desteği ile düşüşe geçeceği beklentisinin dışında aktif bir para politikası olmadığı görülmektedir.

EK

Tablo 1: Seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin politika faiz oranları (%)

Dönem	Brezilya	Çekya	Güney Africa	Hindistan	İsrail	Kolombiya	Macaristan	Meksika	Şili	Türkiye
2020-Ocak	4,5	2	6,25	5,15	0,25	4,25	0,9	7,25	1,75	11,25
2020-Şubat	4,25	2,25	6,25	5,15	0,25	4,25	0,9	7	1,75	10,75
2020-Mart	3,75	1	5,25	4,4	0,25	3,75	0,9	6,5	1	9,75
2020-Nisan	3,75	1	4,25	4,4	0,1	3,75	0,9	6	0,5	8,75
2020-Mayıs	3	0,25	3,75	4	0,1	3,25	0,9	5,5	0,5	8,25
2020-Haziran	2,25	0,25	3,75	4	0,1	2,75	0,75	5	0,5	8,25
2020-Temmuz	2,25	0,25	3,5	4	0,1	2,5	0,6	5	0,5	8,25
2020-Ağustos	2	0,25	3,5	4	0,1	2,25	0,6	4,5	0,5	8,25
2020-Eylül	2	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4,25	0,5	10,25
2020-Ekim	2	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4,25	0,5	10,25
2020-Kasım	2	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4,25	0,5	15
2020-Aralık	2	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4,25	0,5	17
2021-Ocak	2	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4,25	0,5	17
2021-Şubat	2	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4	0,5	17
2021-Mart	2,75	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4	0,5	19
2021-Nisan	2,75	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4	0,5	19
2021-Mayıs	3,5	0,25	3,5	4	0,1	1,75	0,6	4	0,5	19
2021-Haziran	4,25	0,5	3,5	4	0,1	1,75	0,9	4,25	0,5	19
2021-Temmuz	4,25	0,5	3,5	4	0,1	1,75	1,2	4,25	0,75	19
2021-Ağustos	5,25	0,75	3,5	4	0,1	1,75	1,5	4,5	0,75	19
2021-Eylül	6,25	0,75	3,5	4	0,1	1,75	1,65	4,5	1,5	18
2021-Ekim	7,75	1,5	3,5	4	0,1	2	1,8	4,75	2,75	16
2021-Kasım	7,75	2,75	3,75	4	0,1	2,5	2,1	5	2,75	15
2021-Aralık	9,25	3,75	3,75	4	0,1	3	2,4	5,5	4	14
2022-Ocak	9,25	3,75	4	4	0,1	4	2,9	5,5	5,5	14
2022-Şubat	10,75	4,5	4	4	0,1	4	3,4	6	5,5	14
2022-Mart	11,75	4,5	4,25	4	0,1	4	4,4	6,5	7	14
2022-Nisan	11,75	5	4,25	4	0,35	5	5,4	6,5	7	14
2022-Mayıs	12,75	5,75	4,75	4,4	0,75	6	5,4	7	8,25	14

Kaynak: Bank for International Settlements

Tablo 2: Seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarıyla ve para politikasıyla ilgili göstergeleri

Ülke	Enflasyon oranı (%)	Politika faizi (%)	Enflasyon hedefi (%)	Enflasyon tahmini (2022 sonu-%)	Enflasyon tahmini (2023 sonu-%)
Brezilya	11,7	13,25	3,5	6,3	3,1
Çekya	16	5,75	2	13,1	4,1
Güney Afrika	6	4,75	3-6	5,8	
Hindistan	6,3	4,9	4	6,2	5,1
İsrail	4,1	0,75	1-3	1,6	2
Kolombiya	9,1	6	3	7,1	4,8
Macaristan	10,7	5,9	3	8,7	4,2
Meksika	7,7	7	3	6,4	3,2
Şili	11,5	9	3	10	3
Türkiye	73,5	14	5	42,8	12,9

Kaynak: Veriler 22 Haziran 2022 tarihindeki güncel sayıları göstermektedir. Enflasyon oranları OECD'den, politika faizleri, enflasyon hedefleri ilgili merkez bankasının web sitesinden, enflasyon tahminleri ise ilgili merkez bankasının güncel enflasyon/para politikası raporundan alınmıştır.

Tablo 3: Dünya genelinde son bir yıldaki enflasyon oranı ve politika faizi değişimi

Ülke	Enflasyon oranı (yıllık-%)	Politika faizi değişimi (%)
Arjantin	60,7	11
Avustralya	5,1	0,25
Brezilya	11,7	8,5
Kanada	7,7	0,75
İsviçre	2,9	0
Şili	11,5	7,75
Çin	2,1	-0,15
Kolombiya	9,1	4,25
Çekya	16,0	5,25
Danimarka	7,4	-0,1
Birleşik Krallık	9,1	0,9
Hong Kong	1,2	0,75
Macaristan	10,7	4,5
Endonezya	3,6	0
İsrail	4,1	0,65
Hindistan	7,0	0,4
İzlanda	8,8	2,75
Japonya	2,5	0
Kore	5,4	1,25
Makedonya	11,9	0,5
Meksika	7,7	2,75
Malezya	2,8	0,25
Norveç	5,7	0,75
Yeni Zelanda	6,9	1,75
Peru	8,8	4,75
Filipinler	5,4	0,25
Polonya	13,9	5,15
Romanya	14,5	2,5
Sırbistan	10,4	1
Rusya	17,1	5,5
Suudi Arabistan	2,2	0,75
İsveç	7,3	0,25
Tayland	7,1	0
Türkiye	73,5	-5
Amerika Birleşik Devletleri	8,6	0,75
Euro Bölgesi	8,1	0
Güney Afrika	6,5	1,25

Kaynak: Enflasyon oranları tradingeconomics.com, politika faizi değişim oranları Bank for International Settlements.