

1.Genel Değerlendirme

Tüketici enflasyonu 2023 yıl sonunda yüzde 64,8 olarak gerçekleşmiş ve yılı bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktası ile uyumlu bir seviyede tamamlamıştır. Ocak ayında enflasyonun öngörülerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmesiyle söz konusu görünüm korunmuştur. Enflasyonun ana eğiliminde eylül ayında başlayan yavaşlama Rapor döneminde devam ettikten sonra ocak ayında geçici bir artış izlenmiştir. Yıl ortasında gerçekleşen makroekonomik şokların etkisi yılın son çeyreğinde azalırken döviz kuru görece istikrarlı bir seyir izlemiştir. Emtia fiyatları enerji grubu öncülüğünde gerilemiş, küresel arz koşulları, jeopolitik sorunların belirginleştiği ocak ayı öncesinde, dördüncü çeyrek boyunca tarihsel eğilimlerinde seyretmiştir. Parasal sıkılaştırma sürecinin finansal koşullar ve iç talep üzerindeki etkileri enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarına olumlu yansımıştır. Enflasyon beklentileri gerilemiş, aynı zamanda beklenti dağılımında merkezi eğilim etrafındaki uzlaşma güçlenmiştir. Bu görünüm altında, firmaların fiyatlama davranışlarında da sınırlı bir iyileşme başlamış, takip edilen ürün gruplarında fiyat değişim sıklığı azalırken, başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere temel malların yayılım endeksinde gerileme gözlenmiştir. Toplam talep koşulları öngörüldüğü patikada zayıflamaya devam etmekle birlikte halen enflasyonu destekleyici seviyelerde bulunmaktadır. Yılın son çeyreğinde, mevsimsel koşullara paralel olarak bedelsiz doğal gaz kullanım sınırının aşılmasıyla, tüketici doğal gaz tarifelerinde değişiklik yapılmamasına rağmen, endekse yansıyan fiyatlar daha önce öngörüldüğü şekilde yükselmiştir. Hizmetler sektöründe baskın olan, zamana bağlı fiyatlama ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışı ile yüksek ücret duyarlılığı, yılın son çeyreğinde grup enflasyonunun ataletini korumasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin ardından, ocak ayında asgari ücret, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat düzenlemeleri ile zamana bağlı fiyatlama davranışı sergileyen hizmetler sektörü kalemlerindeki gelişmeleri takiben aylık fiyat artışı geçici etkilerle güçlenmiştir.

Aylık enflasyonun ana eğilimine dair göstergeler son çeyrekte bir önceki Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenden daha hızlı gerilemiş, ocak ayında ise beklendiği üzere yükselmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde önemli ölçüde artış kaydeden çekirdek göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları, son çeyrekte 2023 yılı ilk yarısında gerçekleşen eğilimin altına gerilemiştir. Medyan enflasyon ve SATRIM gibi alternatif istatistikî göstergeler ile takip edilen model bazlı göstergeler aylık enflasyonun ana eğiliminin son çeyrekte belirgin şekilde yavaşladığını teyit etmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış çekirdek enflasyonların üç aylık ortalamaları, bir önceki Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenden daha olumlu bir enflasyon eğilimine işaret etmiştir. Özetle, enflasyonun ana eğilimi, parasal sıkılaştırmanın etkilerini göstermeye başlaması ve üçüncü çeyrekte yoğunlaşan maliyet yönlü baskıların fiyatlara büyük ölçüde yansımış olması nedeni ile yılın son çeyreğinde önemli ölçüde yavaşlamıştır. Temel mal fiyatları söz konusu dönemde çekirdek enflasyon göstergelerindeki yavaşlamayı sürükleyen ana unsur olmuştur. Enflasyonun ana eğilimindeki yavaşlama, ücret ayarlamaları ve zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi yüksek kalemlerin etkisi ile ocak ayında kesintiye uğramıştır. Şubat ayı ve sonrasında ana eğilimdeki yavaşlamanın yeniden hâkim olacağı ve yılın ilk yarısında ana eğilimin 2023 yılı son çeyreğindeki değerlere yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 36 olarak gerçekleşeceği, 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. 2023 yılı tüketici enflasyonu yüzde 64,8 ile bir önceki Rapor döneminde yüzde 65 olan tahminimize yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Tahminler oluşturulurken, TCMB'nin ara hedeflere bağlılığını yansıtan sıkı parasal duruşunun parasal aktarım kanallarıyla fiyatlama davranışları üzerindeki etkisi esas alınmış, bu parasal duruş altında bir önceki yıl sonu tahminleri korunmuştur. Tahminlerin korunmasında birbirini dengeleyen unsurlar etkili olmuştur. 2024 yıl sonu enflasyon tahmini, ana eğilim, petrol ve ithalat fiyatları gelişmelerinden olumlu etkilenmiştir. Diğer taraftan, ücret artışlarının tahmin edilenden fazla gerçekleşmesi ve depreme ilişkin kamu harcamaları nedeniyle, talebin dengelenme sürecinin bir önceki Rapor'da öngörülen seviyeye bir çeyrek kadar daha geç ulaşarak devam edeceği, birim işgücü maliyetinin de daha yüksek olacağı tahmin edilmektedir. Tahminler üzerinde başta petrol olmak üzere emtia fiyatları ve oynaklığı görece yüksek olan gıda fiyatları belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir.

Manşet enflasyonun, 2024'ün ilk yarısı boyunca yükseleceği, 2024 yılı ikinci yarısından itibaren ise istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Politika faizindeki artışın yanı sıra, miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi politikaları ile makroihtiyati çerçevede sadeleşme adımları parasal aktarımın güçlenmesini sağlayarak finansal koşullara yansımaktadır. Tüketici kredi büyümesi hızının kredi kartları hariç gerilemesi ve Türk lirası tasarruf araçlarına olan talebin artmasıyla iç talepteki dengelenme devam etmektedir. Ancak, ücretler politikası ve depreme ilişkin kamu harcamalarının talebe destek vermesiyle birlikte, dengelenmenin bir önceki Rapor'da öngörülen seviyeye bir çeyrek kadar daha geç ulaşacağı değerlendirilmektedir. Orta

vadeli tahminlerde, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği, miktarsal sıkılaştırma ile kredi arzında ve mevduat faizlerindeki oynaklıkları azaltacak makroihtiyati politikaların parasal aktarımı güçlendireceği ve enflasyon görünümünde bozulma olması halinde parasal sıkılık düzeyinin güncelleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu sıkı para politikası duruşunun, bir önceki Rapor dönemine göre daha gecikmeli de olsa iç talepte dengelenme ve cari dengedeki kademeli iyileşme sürecini belirginleştireceği değerlendirilmektedir. Ayrıca parasal sıkılaştırmanın kararlı ve istikrarlı şekilde sürdürülmesiyle birlikte, aylık enflasyon yavaşlarken enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyeti yüksek olan enflasyon beklentilerinde iyileşme sağlanacağı ve bunun ana eğilime olumlu yansıtacağı öngörülmektedir.

2023 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet çeyreklik bazda sınırlı büyüme sergileyerek, parasal sıkılaştırmanın yansımalarıyla yurt içi talepteki dengelenmenin başladığına işaret etmiştir. Üçüncü çeyrekte GSYİH, yıllık bazda yüzde 5,9 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yavaşlamış ve yüzde 0,3 oranında gerçekleşmiştir. Harcamalar yönünden bakıldığında, nihai yurt içi talep özel tüketimdeki daralmayla birlikte yavaşlayarak çeyreklik bazda yataya yakın seyrederken net ihracat dört çeyreğin ardından ilk defa çeyreklik büyümeye pozitif katkı vermiştir. Üretim yönünden ise sanayi katma değeri çeyreklik bazda büyümenin temel belirleyicisi olmuştur.

2023 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talepte yıllık bazda yavaşlamaya işaret etmektedir. Perakende satış hacim endeksi, kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte yıllık bazda artışını sürdürmekle birlikte artış hızı yavaşlamış, çeyreklik bazda ise sınırlı düşüş kaydetmiştir. Kartla yapılan harcamalar, fiyat indirimi kampanyalarının yoğunlaştığı dördüncü çeyrekte tüketim talebindeki artışın çeyreklik bazda devam ettiğine, yıllık bazda ise artış hızının yavaşladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, ocak ayındaki ücret güncellemelerinin talebin dirençli seyretmesine katkı verdiği değerlendirilmektedir. Nitekim, ocak ayı iktisadi yönelim anketi verileri kayıtlı iç piyasa siparişlerinin yeniden artış kaydettiğine işaret etmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında azalmıştır. Benzer şekilde, söz konusu dönemde istihdam artışı sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Kasım ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında (80 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,2 puan azalarak yüzde 53,0 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylelikle, işsizlik oranı yılın dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan azalarak yüzde 8,8 olmuştur. Yüksek frekanslı veriler ocak ayı itibarıyla işgücü piyasasında talebin bir miktar güç kaybettiğine işaret etmektedir.

Hizmetler dengesindeki güçlü seyir ve dış ticaret açığındaki gerileme ile birlikte cari işlemler açığı 2023 yılının son çeyreğinde düşmüştür. Birincil gelir dengesindeki bozulmaya karşın dış ticaret açığının azalması ve hizmetler dengesinin güçlü katkısıyla, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari açık son çeyrekte azalmaktadır. Diğer taraftan, sıkı para politikasının uygulandığı yılın ikinci yarısında cari işlemler açığının üzerinde gerçekleşen net sermaye girişi sonucu rezervlerde artış gözlenmiştir. Kasım ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seyahat gelir dengesindeki fazlanın yüksek seviyesini sürdürmesi ve taşımacılık gelir dengesinin yatay bir seyir izlemesiyle hizmetler dengesi fazlası 2023 yılının son çeyreğinde yüksek seviyesini korumuştur. İlgili çeyrekte, ithalatın sınırlı azalması ve ihracatın artmasıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı düşmüştür. Alınan tedbirlerin ve uygulanan sıkı para politikasının etkisiyle işlenmemiş altın ithalatının azaldığı, ihracatının ise arttığı gözlenmiştir. İşlenmemiş altın ithalatındaki düşüşün katkısıyla ithalat miktarı son çeyrekte azalış kaydederken ihracat miktarı artmış ve dış ticaret haddindeki gerilemeye rağmen dış ticaret dengesinin iyileştiği izlenmiştir.

Küresel manşet enflasyondaki düşüş eğilimi enerji fiyatlarının da katkısıyla yılın son çeyreğinde hızlanırken çekirdek enflasyonda da gerileme sürmüştür. Bu doğrultuda, gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırma süreçlerini büyük ölçüde tamamladıkları gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde, sıkılaştırma küresel finansal koşulların etkisiyle, çekirdek enflasyon daha önce önemli oranda katılık gösterdiği yüzde 4-5 aralığından yüzde 3,5-4 bandına gerilerken gelişmekte olan ülkeler genelinde de bir önceki Rapor dönemine göre düşmüştür. Çekirdek enflasyondaki düşüşle birlikte, gelişmiş ülke merkez bankaları politika faizlerinin mevcut seviyesini enflasyon hedefleri için yeterli gördükleri yönünde iletişimlerini güncellerken faiz indirimlerinin ne zaman başlayacağı ve indirim hızı önem kazanmıştır. Diğer taraftan, enflasyon görünümündeki iyileşmenin devamı ile beraber gelişmekte olan ülkelerde faiz indirim süreçleri devam etmektedir. Bununla birlikte, gerek enflasyonun hedeflerin üzerinde seyretmesi gerekse işgücü piyasası kaynaklı enflasyonist risklerin canlılığını koruması nedeniyle, merkez bankalarının indirim süreçlerini enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürecekleri ve küresel ölçekte parasal sıkılığın korunacağı değerlendirilmektedir.

Rapor döneminde küresel risk iştahı yükselirken parasal sıkılaştırma süreci, Türkiye'nin finansal göstergelerinin benzer ülkelerden pozitif ayrışmasını desteklemiştir. Küresel finansal koşullar için en sıkı dönemin geride kaldığının fiyatlanmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı toparlanma kaydetmiştir. Bu görünüm altında gelişmekte olan ülkelerde risk primi göstergeleri gerilerken 325 baz puan düzeyine gelen Türkiye CDS priminde gerileme benzer ülkelere kıyasla daha yüksek olmuştur. Türk lirasının kur oynaklığı ise uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere düşüş eğilimini sürdürmüştür, bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı yüzde 7, 12 ay vadeli oynaklık ise yüzde 21 seviyesinin altına gerilemiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri, atılan parasal sıkılaştırma ve sadeleşme adımlarının etkileri ile artış eğilimini sürdürerek 26 Ocak itibarıyla 137,2 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde DİBS getirileri kısa vadelerde politika faizindeki artışla uyumlu bir şekilde artarken orta ve uzun vadelerde ise gerilemiştir.

Para politikası kararları sonucunda finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ile parasal sıkılaştırma sürecini destekleyen miktarsal sıkılaştırma kararları ve makroihtiyati çerçeveyi sadeleştirme yönünde atılan adımlar, aktarım mekanizmasını güçlendirmeye ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonunu iyileştirmeye devam etmektedir. Para politikasının kredi piyasası üzerinde sıkılaştırıcı yöndeki etkileri sonucunda ticari kredi büyümesinin istikrar kazandığı gözlenirken, cari dengeyi iyileştirecek stratejik yatırımlar desteklenmeye devam edilmektedir. Toplam kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyümesi dördüncü çeyrekte 3,7 yüzde puan azalarak yüzde 34,4 olmuştur. Tüketici kredilerinde yıllık büyüme oranı yüzde 39,7'ye gerilemiştir. Talebi canlandırmaya yönelik kampanyaların yansıdığı kredi kartları ise daha dirençli bir görünüm sergilemiş, diğer taraftan yıllık büyüme oranı yılın son çeyreğinde gerilemeye devam etmiştir. Ücret artışlarının aralık ayı sonu ve ocak ayında canlı tuttuğu gözlenen bireysel kredi büyümesinde dengelenme süreci yakından takip edilmektedir. Mevcut Rapor döneminde Türk lirasına olan talebin artışı parasal aktarımı desteklemiştir. Mevduat faizlerinde tüm vadelerde ortalama 6,28 yüzde puanlık bir yükseliş olmuş, kur korumalı mevduat hesaplarından çıkış hızlanırken, Türk lirası mevduatın payı bir önceki Rapordan sonra 5,39 yüzde puan artarak yüzde 42,9 olmuştur.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, yüksek enflasyonun kontrol altına alınarak dezenflasyonun en kısa sürede tesisi için haziran ayında başlattığı parasal sıkılaştırma sürecini güçlendirmeye devam etmiştir. TCMB, yurt içi talep, hizmet fiyatlarındaki katılık ve jeopolitik riskler nedeniyle enflasyon baskılarının canlı olduğunu belirterek politika faizini kasım-ocak döneminde yüzde 35'ten yüzde 45 düzeyine yükseltmiştir. Bununla birlikte, parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımaya başladığını ve yurt içi talepteki dengelenmenin öngörülen şekilde seyrettiğini değerlendirmiştir. Öte yandan, dış finansman koşullarının, cari dengenin ve Türk lirası varlıklara talebin döviz kurunun istikrarına ve para politikasının etkinliğine katkıda bulunduğunu belirtmiştir. Ayrıca, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında iyileşmenin başladığına dikkat çekmiş ve aylık enflasyonun ana eğiliminde düşüş gözlemlendiği tespitinde bulunmuştur.

TCMB, kasım ayında başlattığı sözlü yönlendirme ile uyumlu bir şekilde aralık ayında parasal sıkılaştırmanın hızını yavaşlatmış, ocak ayında ise dezenflasyonun tesisi için gereken parasal sıklık düzeyine ulaşıldığını değerlendirmiştir. TCMB, kasım ayında politika faizini yüzde 35'ten yüzde 40 düzeyine çıkarmış ve sonraki aylarda faiz artırımı sürecini yavaşlatacağı yönünde sözlü yönlendirmede bulunmuştur. Aralık ayında ise parasal sıkılaştırma adımlarının en kısa zamanda tamamlanacağı öngörüsünü kamuoyu ile paylaşan TCMB, politika faizini yüzde 42,5 düzeyine yükselterek parasal sıkılaştırmanın hızını yavaşlatmıştır. Ocak ayında 250 baz puanlık ilave bir artış ile politika faizini yüzde 45 düzeyine çıkaran TCMB, dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıklık düzeyine ulaşıldığı değerlendirilmesinde bulunmuştur. Bununla birlikte, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurarak ulaşılan parasal sıklık düzeyinin gerektiği müddetçe sürdürüleceğini değerlendirmiştir. Ayrıca, politika faizinin mevcut seviyesinin aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar korunacağı vurgulanmıştır. Enflasyon görünümü üzerinde belirgin ve kalıcı riskler oluşması durumunda ise parasal sıklık düzeyinin gözden geçirileceği belirtilmiştir.

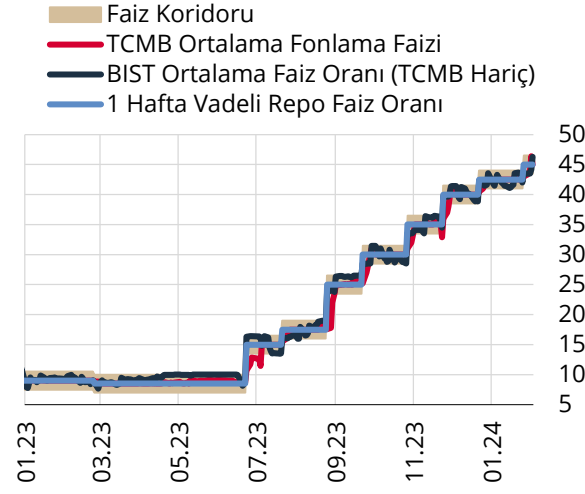
TCMB, parasal sıkılaştırmayı desteklemek amacıyla Türk lirası likidite fazlasının giderilmesine yönelik miktarsal sıkılaştırma kararları almaya devam etmektedir. Bu kararlarla, temel politika aracı olan politika faizi, parasal, finansal koşullar ve beklentileri etkilerken Türk lirası likiditesindeki aşırılikler dengelenmiş ve para politikasının etkinliğinin artmasına katkıda bulunulmuştur. Buna ilaveten TCMB, miktarsal sıkılaştırma kapsamında, parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi ve kullanılan sterilizasyon araçlarının

çeşitliliğini artırmak amacıyla 22 Aralık 2023 tarihinden itibaren Türk lirası depo alım ihaleleri düzenlenmesine karar vermiştir. Bu tarihten itibaren düzenlenen depo alım ihalelerinde tutarlar likidite projeksiyonlarına göre ayarlanmakta olup, Türk lirası fazla likidite bir hafta vadeli ihaleler kanalıyla sterilize edilmektedir. Öte yandan TCMB, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin stratejik yatırımlar ve ihracat potansiyeli üzerindeki etkilerini hafifletmek amacıyla uygulamakta olduğu kredi programlarını güçlendirmeye yönelik düzenlemeler yapmaya devam etmiştir. Bunun yanı sıra, parasal sıkılaştırma eşliğinde Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemelerle aktarım mekanizması güçlendirilmiş ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonu iyileştirilmiştir.

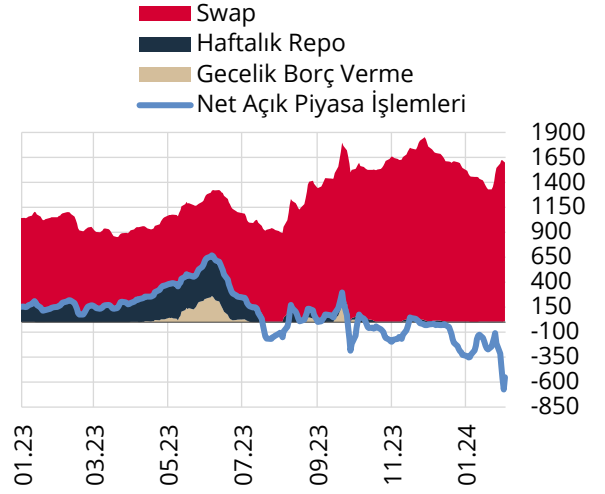
Mevcut mikro ve makroihtiyati çerçevede, piyasa mekanizmalarının işlevselliğini artıracak ve makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde sadeleştirilmeye devam edilmektedir. TCMB, yabancı para yükümlülükler üzerinden menkul kıymet tesisinin kademeli olarak azaltılmasına devam etmektedir. Bu çerçevede yabancı para yükümlülükler için yüzde 5 olarak uygulanan menkul kıymet tesis oranı yüzde 4'e indirilmiştir. Ayrıca, 2023 yılı sonunda sona eren kredi büyümesine göre menkul kıymet tesisine ilişkin geçici uygulamanın ve deprem bölgesine kullanılan kredilerin menkul kıymet tesis uygulamasından muafiyetine yönelik hususların Haziran 2024'e kadar uzatılmasına karar verilmiştir. Sadeleştirme süreciyle uyumlu olarak TCMB, kredi arzında ve mevduat faizinde gözlenebilecek oynaklıklara karşın, makroihtiyati kararlarla parasal aktarım mekanizmasını desteklemektedir. Bu çerçevede, parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi, Türk lirası mevduat payının artırılması ve kur korumalı mevduattan Türk lirası mevduata geçişin desteklenmesi amacıyla, belirlenen koşulları sağlayan mevduat bankalarının 1 aydan uzun vadeli Türk lirası mevduat ve kur korumalı mevduat hesapları için tesis edilen zorunlu karşılıklarına üç ayda bir faiz uygulanmasına karar verilmiştir.

TCMB, seçici kredi politikalarını, makro finansal dengeyi de gözetenek hem krediye erişim hem de finansman maliyetlerini içerecek şekilde uygulamaktadır. TCMB, fiyat istikrarının sürekliliğini sağlamak hedefiyle, cari dengeyi iyileştirecek teknolojik dönüşümü, arz sürekliliğine katkı sağlayacak stratejik yatırımları ve ihracatı desteklemeye devam etmektedir. Uzun vadeli ve düşük maliyetli kaynakların makro finansal istikrarı destekleyecek alanlarda kullanılmasını hedefleyen Yatırım Taahhütlü Avans Kredisi (YTAK) programının, fiyat istikrarına katkının ve yatırımların teknolojik katma değeri ile stratejik niteliğinin öne çıkarıldığı yenilenen yapısıyla uygulanmasına devam edilmektedir. Bu çerçevede, firmaların toplam yatırım tutarı en az 1 milyar Türk lirası olan yatırım projeleri için alacakları Teknoloji/Strateji puanı (TSP) dikkate alınarak, aracı bankalar kanalıyla YTAK tahsis edilmesine, azami 10 yıl vadeli olarak kullanılacak bu kredilerin faiz oranının, TSP'nin yanı sıra yatırım kapsamında yurtdışından sağlanan finansman oranı ve finansal sağlamlık değerlendirmesine bağlı olarak yüzde 30 ile yüzde 15 aralığında uygulanmasına karar verilmiştir. Yeni YTAK programına, yıllık 100 milyar Türk lirası, 3 yıl boyunca toplam 300 milyar Türk lirası limit tahsis edilmiştir. TCMB, ihracatçı firmaların finansmana erişimini ve finansman koşullarını desteklemeye yönelik yeni adımlar atmıştır. İhracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinde toplam faiz maliyetine üst sınır getirilmiş, ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinde iskonto oranı azami yüzde 25,93'te sabit tutulmuştur.

TCMB fonlaması ağırlıklı olarak swap işlemleri kanalıyla yapılmış, fonlamada Açık Piyasa İşlemlerinin (APİ) payı oldukça azalmıştır. Gecelik faizler mevcut Enflasyon Raporu döneminde piyasadaki likidite koşullarına göre TCMB faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir. 31 Ekim 2023 tarihi itibarıyla 1,59 trilyon Türk lirası olan swap işlemleri tutarı, 23 Kasım 2023 tarihinde 1,78 trilyon Türk lirası düzeyine yükseldikten sonra gerileyerek 2 Şubat 2024 tarihi itibarıyla 1,45 trilyon Türk lirası seviyesine gelmiştir. Aynı dönemde, net APİ fonlaması KKM kur farkı ödemeleri ve TCMB kaynaklı döviz işlemleri ile kamu harcamaları neticesinde negatif alanda seyretmeyi sürdürmüş ve aralık ayı ortalarından itibaren APİ sterilizasyon tutarında belirgin artışlar gözlenmiştir (Grafik 1.1.2). Nitekim, 2 Şubat 2024 tarihinde net APİ fonlaması - 122,1 milyar Türk lirası düzeyinde gerçekleşirken piyasada oluşan geçici fazla likiditenin 118,1 milyar Türk lirası bir hafta vadeli depo ihaleleri kanalıyla sterilize edilmiştir. 22 Aralık tarihinden itibaren düzenlenen Türk lirası depo alım ihaleleri ile fazla likiditenin vadeli olarak çekilmesi gecelik vadede yapılan sterilizasyon tutarının kademeli olarak gerilemesini sağlamış ve gecelik repo faiz oranlarının TCMB ağırlıklı fonlama faizine yakın seyretmesinde etkili olmuştur (Grafik 1.1.1, Kutu 1.1).

Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)

Kaynak: BİST, TCMB.

Grafik 1.1.2: TCMB APİ ve Swap İşlemleri (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)

Kaynak: TCMB.

Kutu 1.1

Miktarsal Sıkılaştırma Adımları Üzerine Bir Değerlendirme

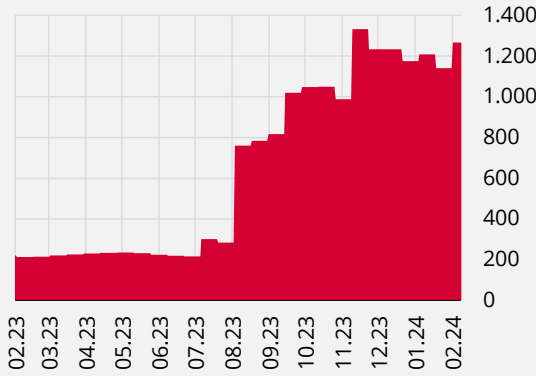
TCMB, dezenflasyonun en kısa sürede tesisi, enflasyon beklentilerinin çözümlenmesi ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması için 2023 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırma sürecine başlamıştır. Fiyat istikrarının kalıcı tesisi için gereken parasal sıkılık düzeyi için Türk lirası likidite gelişmeleri yakından takip edilmekte ve miktarsal sıkılaştırma kararları ile parasal aktarım güçlendirilmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının ilk aşamasında kısa vadeli piyasa faizleri önemli rol oynamaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde uzun vadeli faizlerin kontrolü açısından gecelik piyasa faizlerinin politika faizine yakın seviyelerde oluşması istenen bir durumdur. Bu amaç doğrultusunda merkez bankaları aktif şekilde likidite yönetimi yapmakta ve gerektiğinde miktarsal sıkılaştırma adımları atmaktadır. Merkez bankaları da piyasadaki likidite düzeyine ilişkin aldıkları kararlar ile piyasa faizlerinin para politikasına uyumlu olarak seyretmesini sağlayabilmektedir (Ganley,2002; Von Heideken ve Sellin, 2014). Bu bağlamda, TCMB'nin son dönem attığı likidite adımları parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmayı hedeflemektedir.

KKM kur farkı ödemeleri ve TL karşılığı döviz işlemleri nedeniyle 2023 yılının ikinci yarısından itibaren, bazı dönemlerde sistemde TL likidite fazlası oluşmuş ve TCMB APİ'de net borç alan konumuna geçmiştir. TCMB piyasada oluşabilecek likiditenin sterilizasyonu için birçok politika aracına sahiptir (Tablo 1). Nitekim, oluşan likidite fazlası, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak için çeşitli araçlarla sterilize edilmiştir. Bu çerçevede; 2023 yılının temmuz, eylül ve kasım aylarında miktarsal sıkılaştırma kapsamında yapılan zorunlu karşılık (ZK) oran artışları ile sistemden toplam 1 trilyon TL sterilize edilmiştir (Grafik 1). Sistemin fonlama ihtiyacı, zorunlu karşılık oranlarının artırılması öncesinde Temmuz 2023 ortasında 926 milyar TL iken 21 Aralık 2023 itibarıyla 1,269 trilyon TL'ye gelmiştir (Grafik 2). Zorunlu karşılıklara ilişkin atılan miktarsal sıkılaştırma adımlarının ardından, TCMB 21 Aralık 2023 tarihinde yaptığı duyuru sonrasında parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi amacıyla kullanılan sterilizasyon araçlarının çeşitliliği artırılarak Türk lirası depo alım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır.

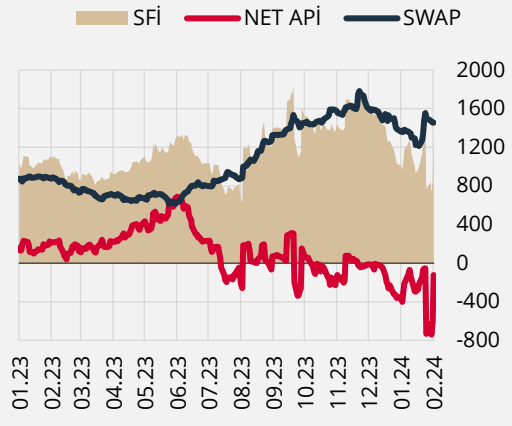
TCMB, 30 Ocak 2024 tarihli duyurusu kapsamında zorunlu karşılık uygulamasına ilişkin yaptığı düzenlemelerle miktarsal sıkılaştırma sürecine devam etmiştir. Kur korumalı hesaplar için zorunlu karşılık oranları indirilirken, döviz cinsi hesaplar için Türk lirası cinsinden tesis edilen ilave zorunlu karşılık oranında artışa gidilerek yapılan uygulama değişikliğinin net etkisi 125,8 milyar TL sıkılaştırma yönünde olmuştur.

Grafik 1: Türk Lirası Tesis Edilmesi Gereken Zorunlu Karşılık Düzeyi (Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: Sistemin Fonlama İhtiyacı ve TCMB Fonlaması (Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

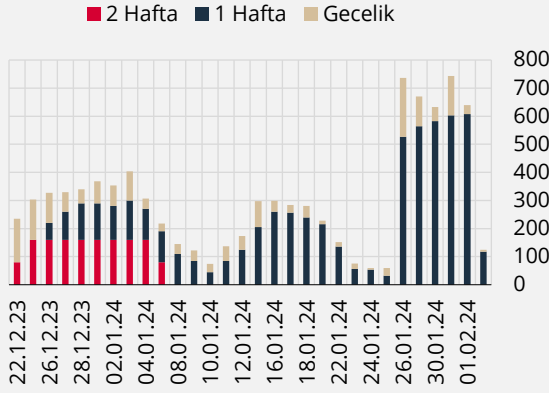
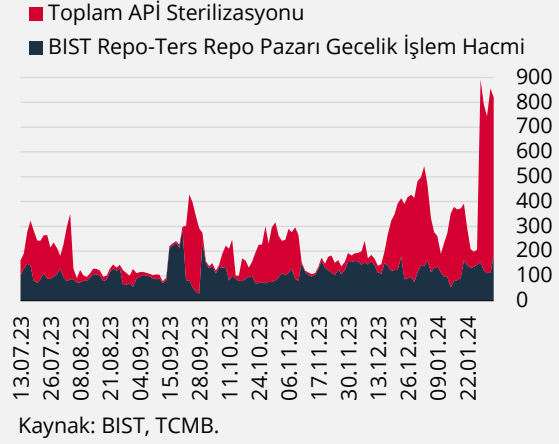
Tablo 1: TCMB Sterilizasyon Araçları

	Politika Araçları	Vade	Etkisi	Frekans
Zorunlu Karşılık (ZK) Düzenlemeleri	TL cinsi yükümlülükler için TL cinsi ZK tesisi	14 Günlük	Kalıcı	İki Hafta Ortalama
	Döviz cinsi mevduat/katılım fonlarına TL cinsi ZK tesisi	14 Günlük	Kalıcı	İki Hafta Bloke
Piyasa İşlemleri	TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda TL depo alma işlemleri	Gecelik	Geçici	Günlük
	Kira sertifikası karşılığı repo/ters kotasyon işlemleri	Gecelik	Geçici	Günlük
	BIST Repo Pazarı'nda repo/ters repo işlemleri	Gecelik	Geçici	Günlük
	TL depo alım ihalesi	91 güne kadar	Geçici	Gerek görüldüğü durumlarda
	Ters repo ihalesi	91 güne kadar	Geçici	Gerek görüldüğü durumlarda
	Likidite senedi ihracı	91 güne kadar	Geçici	Gerek görüldüğü durumlarda
Doğrudan satım işlemleri	-	Kalıcı	Gerek görüldüğü durumlarda	

Türk Lirası Depo Alım İhalelerine İlişkin Değerlendirmeler

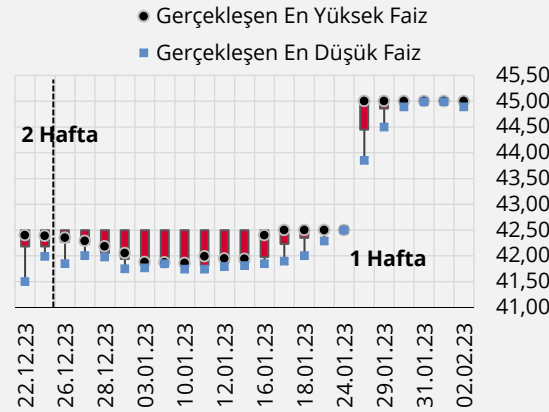
TCMB 22 Aralık 2023 tarihinden itibaren sistemdeki fazla likiditeyi gecelik vadenin dışında düzenlediği bir ve iki hafta vadeli Türk lirası depo alım ihaleleri ile sterilize etmektedir. Bu tarihten itibaren sistemdeki geçici fazla likiditenin düşmesiyle birlikte depo ihaleleri ile çekilen tutar da gerileme kaydederek 25 Ocak 2024 tarihi itibarıyla 32 milyar TL düzeyine gelmiştir. Türk lirası yükümlülükler için tutulan zorunlu karşılıkların iki haftalık ortalama üzerinden tesis edilmesinin bir sonucu olarak, dönem içerisinde zorunlu karşılık bakiyelerindeki değişim nedeniyle 26 Ocak 2024 tarihinde fazla likidite düzeyinde belirgin bir artış gözlenmiş ve söz konusu gün depo ihalesi ile 527 milyar TL sterilize edilirken, gecelik vadede ise 210 milyar TL likidite çekilmiştir. 2 Şubat 2024 tarihi itibarıyla fazla likidite düzeyi, ZK tesis dönemi başlangıcı olması ve ZK oran artışının yürürlüğe girmesinin etkisiyle gerileme kaydetmiş ve 118,1 milyar TL depo ihaleleri ile çekilirken, gecelik vadede 6,5 milyar TL sterilizasyon yapılmıştır. Düzenlenen TL depo alım ihaleleri ile fazla likiditenin çekilmesi gecelik vadede yapılan sterilizasyon tutarının kademeli olarak gerilemesini sağlamıştır (Grafik 3). TCMB'nin gecelik sterilizasyon tutarının makul düzeylere inmesi ile gösterge niteliğindeki gecelik repo faizlerinin olduğu BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik vadeli işlem hacimleri makul seviyelerde seyretmiş ve bu yolla para piyasalarının etkin çalışması desteklenmiştir¹. Toplam APİ sterilizasyon tutarının 300 milyar TL düzeyini aştığı eylül ayında BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik vadeli işlem hacimleri kademeli biçimde gerileyerek 28 Eylül 2023 tarihinde 28 milyar TL düzeyinde oluşmuştur. Buna karşılık depo alım ihaleleri düzenlenen dönemde toplam APİ sterilizasyon tutarının ortalama 300 milyar TL düzeyini aşmasına rağmen BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik vadeli işlem hacimleri ortalama 120 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 4).

¹ Von Heideken ve Sellin (2014) sistemdeki fazla likiditenin bankaların gecelik piyasada işlemlerini düşürmelerine yol açtığını, etkin likidite yönetimi yapma güdülerini azaltarak para piyasalarının işleyişini olumsuz etkileyebileceğini iletmektedir.

Grafik 3: Toplam APİ Sterilizasyon Tutarı
(Milyar Türk Lirası)**Grafik 4: Toplam APİ Sterilizasyonu ve BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik İşlem Hacmi**
(Milyar Türk Lirası)

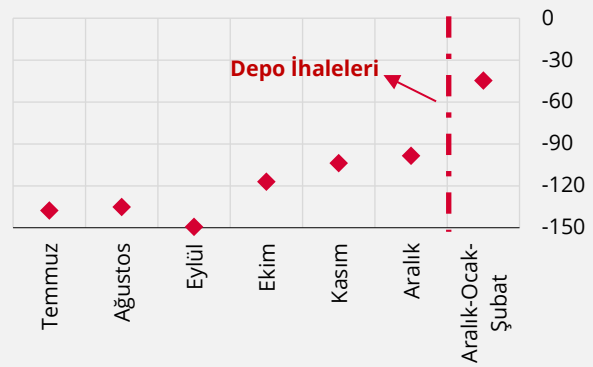
Düzenlenen ihalelere detaylı bakıldığında, bir ve iki hafta vadeli ihalelerin ilk günlerinde tekliflerin birbirinden uzak dağıldığı, sonrasında ise ihale tekliflerinin birbirine yakınlaştığı görülmektedir. Depo alım ihalelerinde oluşan ağırlıklı ortalama faizler TCMB politika faizine yakın düzeylerde oluşmuştur (Grafik 5).

Açık piyasa işlemleri kanalıyla gecelik vadede yapılan sterilizasyon tutarının makul düzeylere düşürülmesinin BIST repo pazarı işlem hacimlerine olumlu yansımaları yanında, TCMB para politikası duruşunun gecelik faizlere aktarımında iyileşme kaydedilmiştir. Düzenlenen depo ihaleleri ile fazla likiditenin vadeli çekilmesi sonucunda BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik repo faiz oranları TCMB politika faizine yakın seyretmiştir. BIST gecelik repo faizi ile TCMB politika faizi farkına net APİ sterilizasyon tutarının 50 milyar TL'yi aştığı günler için bakıldığında depo alım ihaleleri ile söz konusu farkın önemli ölçüde kapandığı görülmektedir (Grafik 6).

Grafik 5: TL Depo Alım İhalelerine Gelen Teklifler* (%)

Kaynak: TCMB.

* Grafikteki barların bir ucu TCMB politika faizini, diğer ucu ise ihalede oluşan ortalama faizi göstermektedir.

Grafik 6: BIST Gecelik Repo Faizi ile TCMB Politika Faizi Farkı* (% Puan)

Kaynak: BIST, TCMB.

* APİ ile sterilize edilen fazla likiditenin 50 milyar TL'nin üstünde olduğu günler.

Kaynakça

Ganley, J. (2002). Surplus liquidity: implications for central banks. Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Von Heideken, Q. ve Sellin, P. (2014). The banking system's liquidity surplus and interest rate formation. Sveriges Riksbank Economic Review, 3, 59-75.