

1.Genel Değerlendirme

Küresel ölçekte dezenflasyon süreci devam ederken enflasyon birçok ülkede hedef oranlara yaklaşmayı sürdürmüştür. Son dönem verileri işgücü piyasalarında arz ve talep uyumunun arttığına ve hizmet sektöründeki fiyat katılıklarının zayıflamaya başladığına işaret etmektedir. Bu görünüm çerçevesinde, Avrupa Merkez Bankası (ECB) başta olmak üzere bazı gelişmiş ülke merkez bankaları faiz indirim süreçlerini başlatmışlardır. ABD'de mayıs ve haziran enflasyon verileri hizmet enflasyonu ana eğiliminde belirgin bir düşüşe işaret etmektedir. Olumlu enflasyon görünümü, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) temmuz toplantısı sonrası yaptığı açıklamalar ve son açıklanan işgücü piyasası verileri eylül ayında ilk faiz indiriminin gerçekleşeceği yönündeki beklentileri güçlendirmiştir. Gelişmiş ülkelerin genelinde daha hızlı indirim patikaları fiyatlanmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında faiz indirimleri sürerken gerek enflasyonun gerekse politika faizlerinin tarihsel ortalamalara yaklaşması ile bazı merkez bankaları faiz indirimlerine ara vermiş veya indirim hızını düşürmüşlerdir. İlımlı büyüme görünümü ile birlikte dezenflasyon sürecinde gelinen aşama, merkez bankalarının önümüzdeki dönemde de parasal sıklığı azaltma yönünde adımlar atabileceklerine işaret etmektedir. Bununla birlikte, son dönemde Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler ve seçim süreçlerinin neden olabileceği politika belirsizlikleri gibi faktörler, enflasyondaki katılıkları tekrar güçlendirme potansiyeline sahiptir. Bu nedenle, merkez bankalarının indirim süreçlerini temkinli götürecekleri yönündeki iletişimleri devam etmektedir.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahı uzun süre olumlu seyretmiş, ancak temmuz ortalarından itibaren jeopolitik gelişmelerin yanı sıra Fed'in faiz indirim sürecinde temkinli hareket edeceğine ilişkin açıklamaları ve Japonya merkez bankasının faiz artırımını nedeniyle hızlı bir bozulma kaydetmiştir. Temmuz sonunda Japonya merkez bankasının faiz artırım kararının ardından küresel bir satış dalgası oluşmuş ve gelişmekte olan ülke risk primleri hızla yükselmiştir. Türkiye'nin risk primi de bu kapsamda haziran ve temmuz ayları boyunca seyrettiği 260 baz puan düzeylerinden 290 baz puan seviyesine yükselirken Rapor dönemi göz önüne alındığında artış daha sınırlı olmuştur. Aynı zamanda, Türk lirasının kur oynaklığı kısa vadede dalgalı bir seyir izlemiş, uzun vadeli oynaklıklar ise artışını sürdürmüştür. TCMB brüt uluslararası rezervleri 26 Temmuz itibarıyla 148 milyar ABD doları seviyesine yükselirken TCMB swap fonlaması Rapor döneminde 36,8 milyar ABD doları gerilemiş, swap hariç net rezervlerdeki iyileşme ise 63,3 milyar ABD doları düzeyinde olmuştur. Kısa vadeli DİBS getirileri gerileme eğilimini sürdürürken orta ve uzun vadelerdeki yatay seyir devam etmiştir.

Para politikası kararları ve parasal sıkılaşma sürecini destekleyen diğer adımların sonucunda kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşmiştir. Bir önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana, Türk lirası mevduatın payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ile parasal aktarımı desteklemeye yönelik diğer makroihtiyati kararlar, parasal sıklığın talep koşullarına aktarımını güçlendirmiş ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonunu iyileştirmeye devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin TL varlıklara yönelimiyle piyasada oluşan likidite fazlası, Dövizden Dönüşümlü KKM hesaplarından TL mevduata geçen hesaplarda faiz oranlarının belirgin şekilde düşmesi ve iyileşen enflasyon ve kur beklentilerini bankaların mevduat fiyatlamalarına yansıtmaları sonucunda mevduat faiz oranları bir miktar gerilemiştir. Mevduat faiz oranlarındaki gerileme ve zayıflayan TL kredi talebi, TL kredi faiz oranlarına da yansımıştır. Ancak, piyasada oluşan likidite fazlasının zorunlu karşılıklar yoluyla ters repo ve depo araçlarına kıyasla daha uzun vadeli sterilize edilmesi sonucunda TL mevduat faizlerine bu kanaldan gelen gerileme baskısı durmuştur. Mevcut Rapor döneminde, kur korumalı hesaplardaki azalma yavaşlayarak devam ederken, Türk lirasının toplam mevduat içindeki payı yükselişini sürdürmüş ve yıl sonu hedefimiz olan yüzde 50'yi aşmıştır. Ticari kredilerde, TL kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşirken, arz ve talep yönlü dinamiklerin desteği ile YP ticari krediler ivmelenmiştir. Ancak, mayıs ayında yapılan düzenleme ile YP kredilere aylık büyüme sınırı getirilmiş, sınırın aşılması durumunda TL cinsinden bloke olarak tutulacak zorunlu karşılık yükümlülüğü uygulamasına gidilmiştir. Aylık büyüme sınırı, temmuz ayında daha da daraltıcı olacak şekilde güncellenmiş ve söz konusu düzenlemelerin etkisiyle YP ticari kredi büyümesi yavaşlamıştır. Böylece reel sektörün aşırı kur riski almasının engellenmesi de amaçlanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet güçlü seyretmiştir. Söz konusu çeyrekte, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 5,7 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yüzde 2,4 oranında gerçekleşerek iktisadi faaliyette ivmelenmeye işaret etmiştir. Harcamalar yönünden bakıldığında, ilk çeyrekte özel tüketimin büyümeye yıllık bazdaki katkısı yüksek seyretmekle birlikte azalmıştır. Diğer taraftan, net ihracat 2022 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ilk kez yıllık büyümeye pozitif katkı vermiştir. Üretim yönünden ise yıllık büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir.

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler, yurt içi talebin, halen enflasyonist düzeyde olmakla birlikte, yavaşladığına işaret etmektedir. Bu dönemde hem perakende hem de ticaret satış hacim endeksi çeyreklik bazda düşüş kaydederken, söz konusu düşüş ticaret satış hacim endeksinde daha yüksek oranlı olmuştur. Hizmet üretim endeksi, mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte yüzde 0,5 oranında sınırlı azalış kaydetmiştir. İkinci çeyrekte imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinde çeyreklik bazda düşüş olduğunu göstermektedir. Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler de iç talepte yavaşlamaya işaret etmektedir. Diğer yandan, ikinci çeyrekte iki bayram tatili ve bunlarla bağlantılı idari izinler kaynaklı köprü günlerinin yer alması, talepteki yavaşlamanın seviyesi hakkında net bir görüntü alınmasını zorlaştırmaktadır. Kartla yapılan harcamalar nisan ayında azalırken, mayıs-haziran dönemi dâhil edildiğinde, çeyreklik bazda belirgin şekilde hız kesmekle birlikte, artışın sürdüğü gözlenmiştir. Bunun yanında, kartla yapılan harcamalarda, özellikle ihtiyari olarak sınıflandırılacak gruptaki harcamaların azalmaya başladığı izlenmektedir (Mercek Altı 2.2). Beyaz eşya ve otomobil satışları çeyreklik bazda kayda değer düşüş kaydetse de tarihsel eğilimlerin üzerindeki seyirlerini sürdürmüştür. Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış olarak tüketim malı ithalatı, mayıs-haziran döneminde azalmakla birlikte halen seviye olarak bir önceki yıl ortalamasının üzerinde kalmıştır. Üretim tarafına bakıldığında ise, mayıs itibarıyla sanayi üretiminin çeyreklik bazda düştüğü gözlenmektedir. Tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ve iki bayram ile bağlantılı köprü günü etkileri de göz önüne alındığında, ikinci çeyrekte sanayi üretimindeki düşüşün genel endeksin ima ettiğinden daha az olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam ikinci çeyrekte artışını sürdürerek diğer talep ve üretim göstergelerinin genelinden ayrılmıştır. Bununla birlikte, âtil işgücü oranının mayıs ayı itibarıyla çeyreklik olarak 1,2 puan artması ve halihazırdaki yüksek seviyesi göz önünde bulundurulduğunda, işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceği değerlendirilmektedir. Ücret gelişmelerine bakıldığında yılın ilk çeyreğinde reel birim ücretlerin arttığı gözlenmektedir. Buna karşılık, yurt içi talepte gözlenmeye başlayan dengelenmenin devamı ile, yılın geri kalanında reel birim ücretlerin dezenflasyon sürecine katkı vereceği değerlendirilmektedir.

Cari işlemler dengesi yıllık bazda iyileşmeye devam ederken, çeyreklik bazdaki iyileşme eğilimi, hizmetler dengesindeki güçlü görünümüne karşın, dış ticaret açığındaki artışın etkisiyle duraksamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde, ithalatta ihracattakine kıyasla daha fazla artış gerçekleşmesi sonucunda dış ticaret açığı çeyreklik bazda yükselmiştir. Bu dönemde ihracat iklimindeki iyileşmeyle birlikte dış talep koşulları destekleyici olmuştur. Bu sayede, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak altın hariç ihracat artarken, ikinci çeyrekte yer alan iki bayram tatili ile bağlantılı köprü günleri ve İsrail ile yapılan ticaretin sonlandırılması bu artışı sınırlayan unsurlar arasında yer almıştır. Altın ihracatı ise ilk çeyreğe kıyasla yükselerek toplam ihracatın çeyreklik bazdaki artışında rol oynamıştır. İthalat tarafında, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalat ikinci çeyrekte artış kaydetmiştir. Çeyreklik artışa en yüksek katkılar tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Altın ithalatı ve mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatındaki artışlar ise sınırlı olmuştur. Nisan ve haziran aylarına denk gelen bayramlar ve bağlantılı köprü günü kaynaklı takvim etkileri dış ticaret göstergelerinin seyrinde oynaklığa neden olsa da özellikle altın ve tüketim malları ithalatında mayıs ve haziran aylarında izlenen düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. Bunlara ek olarak, mayıs ayı itibarıyla dış ticaret hadlerinin yataya yakın seyretmesi dış ticaret dengesine katkı verirken, birkaç çeyrektir izlenen dış ticaret miktarlarındaki dengelenme süreci yılın ikinci çeyreğinde ithalat miktarındaki artışla beraber duraksamıştır. İthalat miktarındaki artışa tüm ana mal gruplarının katkı verdiği görülürken, tüketim malı ithalat miktarındaki artış diğer gruplara kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesindeki olumlu seyir, seyahat gelirlerinin katkısıyla güçlenerek sürmüştür. Finansman tarafında, portföy yatırımlarının ağırlığı artarken ikinci çeyrekte net hata ve noksan kaleminde giriş gözlenmiş ve rezervler artmıştır. Temmuz ayına ilişkin geçici dış ticaret verileri, ihracattaki yatay seyre karşın ithalat azalışı kaynaklı olarak dış ticaret dengesinde iyileşmeye işaret etmektedir.

Tüketici enflasyonu 2024 yılı temmuz ayını yüzde 61,8 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının içinde tamamlamıştır. Yılın ilk aylarında artış eğiliminde olan küresel emtia fiyatları nisan ayı sonlarından itibaren gerilemeye başlamış ve ikinci çeyrek genelinde belirgin bir değişiklik sergilememiştir. Bu dönemde nominal döviz kuru ılımlı bir seyir izlemiş, Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasında seyrederek küresel arz koşulları kaynaklı dikkate değer bir baskı olmadığına işaret etmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, ikinci çeyrekte tüketici enflasyonu üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamıştır. Yılın ilk çeyreğinde güç kazanan toplam talep koşullarının ikinci çeyrekte zayıfladığı ancak enflasyonist düzeylerde olduğu tahmin edilmektedir. Yıl sonu enflasyon beklentileri gerilemekle birlikte halen bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde seyretmektedir. 12 ve 24 ay sonrası enflasyon

beklentilerinde ise gerileme daha belirgin olmuştur. Geçmiş enflasyona endeksleme davranışı güçlü olan hizmetler sektöründe, ataleti yüksek olan kira kalemi öne çıkmaya devam etmiştir. Hizmetler sektörü, manşet enflasyondaki katılığa neden olan ana grup olmuş, sektör yayılım endeksi yüksek seyrini büyük ölçüde korumuştur. Türk lirasındaki gelişmeler ve iç talep koşullarının da etkisiyle temel mal grubu fiyat artışları dönem boyunca sınırlı gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonu tarafında önceki Rapor döneminde kırmızı et fiyatlarında gözlenen belirgin yükselişler yakın dönemde yerini düşüşe bırakırken, haziran ve temmuz aylarında taze meyve ve sebze fiyatları tarihsel ortalamalarının üzerinde artmıştır. İkinci çeyrekte, enerji fiyatlarının seyrinde doğal gazda ilk 25 metre küpün bedelsiz olarak kullanılması uygulamasının sona ermesinin etkisi öne çıkmış, enerji fiyatları temmuz ayında elektrik fiyat tarifelerindeki artışın yanında, akaryakıt ve tüp gazdaki otomatik vergi ayarlamalarının yansımalarıyla belirgin şekilde artmıştır. Ocak ayındaki yükselişin ardından yavaşlamaya başlayan enflasyonun ana eğiliminde haziran ayındaki olumlu seyir sonrasında, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat gelişmelerinin de etkisiyle temmuz ayında sınırlı bir artış kaydedilmiştir. Ana eğilimde temmuz ayında kesintiye uğrayan yavaşlamanın yeniden tesis edileceği ve ana eğilim göstergelerinde yılın geri kalanında daha ılımlı bir seyrin hâkim olacağı öngörülmektedir.

Enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 38 olarak gerçekleşeceği, 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. Yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon tahminleri korunmuştur. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan veriler, talepteki yavaşlamanın bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Enflasyonun ana eğilimindeki gerileme öngörülerle uyumlu gerçekleşirken enflasyon beklentilerindeki gerileme ise öngörülenden daha yavaş olmuştur. Bu çerçevede, söz konusu unsurlar, enflasyon tahminlerini yukarı yönlü etkilemiştir. Diğer yandan, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası finansal varlıklara talebiyle Türk lirasında görülen ılımlı seyir ve ithalat fiyatları ile yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi yıl sonu enflasyon tahminini azaltıcı etkide bulunmuştur. Orta vadeli tahminler üretilirken enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Haziran ayında başlayan dezenflasyon sürecinin önümüzdeki dönemde güçlenerek devam edeceği öngörülmektedir. Mart ayında politika faizinde yapılan güçlü artış ve ilave makroihtiyati tedbirlerin etkisiyle finansal koşullarda oluşan sıkılık, sonraki dönemde para politikası aktarımını destekleyici adımların katkısıyla sürmüştür. Atılan politika adımlarının gecikmeli etkileri de dikkate alındığında, para politikasındaki sıkı duruşun korunması ve finansal koşullardaki sıkılaşımla beraber talep koşullarında görülen yavaşlamanın önümüzdeki dönemde belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Tahminler oluşturulurken aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı kalacak bir para politikası duruşu baz alınmıştır. Kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası sözlü yönlendirmelerinin de katkısıyla enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Para politikasındaki kararlı duruşun; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinin düzelmesiyle enflasyonun ana eğilimindeki düşüşü destekleyeceği öngörülmektedir. Tüm bu unsurların önümüzdeki dönemde dezenflasyonun güçlenmesine katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, mayıs-temmuz döneminde, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurarak politika faizini sabit tutmuştur. Aylık enflasyonun ana eğiliminde nisan ayında gözlenen zayıflama mayıs ayında geçici bir kesintiye uğramıştır. Sonrasında haziran ayında beklentilerin üzerinde düşen ana eğilim yerini temmuz ayında sınırlı ve geçici bir yükselişe bırakmıştır. Yakın döneme ilişkin göstergeler yurt içi talebin, halen enflasyonist düzeyde olmakla birlikte, yavaşladığını teyit etmektedir. Hizmet enflasyonundaki yüksek seyir ve katılık, enflasyon beklentileri, jeopolitik riskler ve gıda fiyatları enflasyonist baskıları canlı tutmaktadır. TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının öngörüler ile uyumunu yakından takip etmektedir.

TCMB, politika faizini sabit tuttuğu dönemde, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu koruduğu yönünde güçlü bir iletişim yapmıştır. Parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir. TCMB, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurarak mayıs-temmuz döneminde politika faizini sabit tutmakla birlikte, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu yinelemiştir. Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir

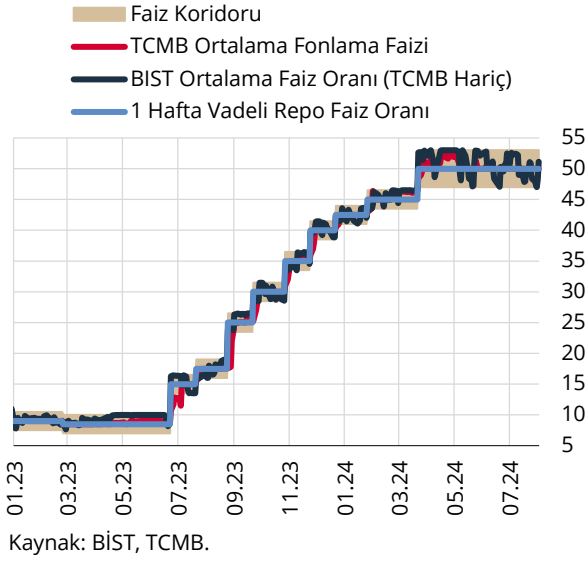
düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı para politikası duruşunu sürdüreceği yönündeki güçlü mesajını sürdürmüştür. Enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı vurgusu korunmuştur. Para politikasındaki kararlı duruş; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelmeye vasıtası ile aylık enflasyonun ana eğilimini düşürecek ve dezenflasyon sürecini güçlendirecektir.

TCMB, parasal aktarım mekanizmasını destekleyici makroihtiyati kararlar almaya devam etmiştir. Bu kapsamda, 23 Mayıs 2024 tarihinde açıklanan değişikliklerle TL ticari kredi büyüme sınırları ile uyumu teminen yatırım kredileri ile deprem bölgesine kullandırılanlar hariç olmak üzere yabancı para kredilere aylık yüzde 2 büyüme sınırı getirilmiş ve sınırı aşan kredi tutarı kadar Türk lirası cinsinden zorunlu karşılığın bir yıl boyunca bloke olarak tesis edilmesine karar verilmiştir. Büyüme sınırı 20 Temmuz 2024 tarihinde yapılan değişikliklerle yüzde 1,5'e indirilirken yatırım kredilerine olan muafiyetin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, 28 Haziran 2024 tarihinde piyasa mekanizmasının işlevselliğinin artırılması amacıyla ticari kredilerde erken kapama durumunda bankalarca uygulanabilecek azami ücretlerde değişikliğe gidilmiştir. Yapılan değişikliklerle erken kapama ücretinin, kredi faizinin seviyesi ve kalan vadesine duyarlı bir yöntemle belirlenerek ticari kredi fiyatlamalarının daha sağlıklı oluşabilmesi amaçlanmıştır. Böylece, dezenflasyon sürecine ilişkin beklentilerin uzun vadeli ticari kredi faizlerine aktarımı desteklenmiştir. TCMB, piyasa mekanizmasının işlevselliğini artırmak amacıyla makroihtiyati çerçevede yaptığı sadeleşme kapsamında 28 Haziran 2024 tarihinde yapılan düzenleme ile kaldıraç oranına göre ilave zorunlu karşılık tesisi uygulamasını sonlandırmıştır.

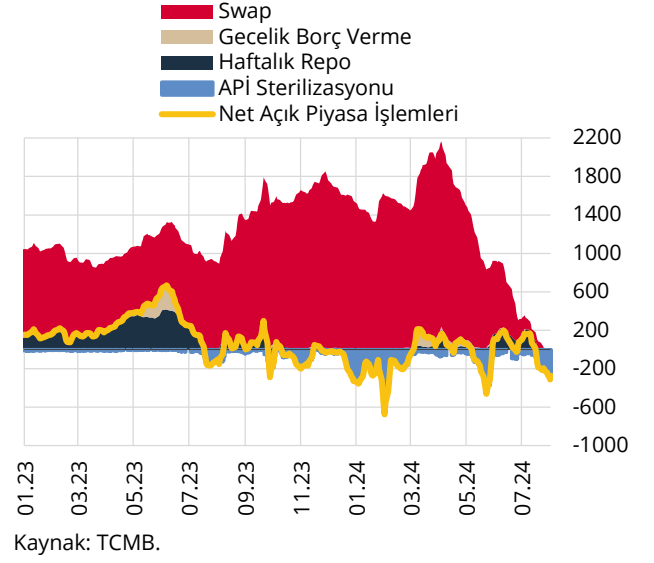
TCMB, parasal aktarımın güçlendirilmesi amacıyla Türk lirası mevduatı destekleyen politika adımları atmaya devam etmiştir. Bu amaca yönelik olarak 23 Mayıs 2024 tarihinde açıklanan değişikliklerle Türk lirası mevduat/katılım fonu hesaplarının; kısa vadeli olanlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları yüzde 8'den yüzde 12'ye çıkarılmış; uzun vadeli olanlarına yüzde 8 oranında zorunlu karşılık uygulanmasına karar verilmiştir. Kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları ise, kısa vadelerde yüzde 25'ten yüzde 33'e; uzun vadelerde yüzde 10'dan yüzde 22'ye yükseltilmiştir. Diğer taraftan, zorunlu karşılık faiz ve komisyon oranlarında yapılan değişiklikler ile KKM'den TL'ye geçişe ilişkin hedef korunarak, yenileme dahil toplam hedef (yenileme ve TL'ye geçiş oranı) yüzde 75'e düşürülmüştür. Ayrıca, tüzel kişi KKM ile gerçek ve tüzel kişi YUVAM hesapları takip eden hesaplama döneminden geçerli olacak şekilde toplam hedef hesaplamasından çıkarılmış; toplam hedefin sağlanması halinde kur/fiyat koruma desteği sağlanan hesaplar için tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanan faiz veya telafi ödemesi oranı politika faiz oranının yüzde 40'ına düşürülmüştür. Buna ilaveten, 22 Temmuz 2024 tarihi itibarıyla açılacak ve yenilenecek KKM hesaplarında uygulanacak asgari faiz oranı politika faiz oranının yüzde 80'inden yüzde 70'ine indirilmiş ve bu hesaplarda ek getiri uygulaması kaldırılmıştır.

TCMB swap stokundaki belirgin gerileme piyasada oluşan fazla likiditenin sterilize edilmesine katkı sağlamıştır. Gecelik faiz oranları mevcut Rapor döneminde piyasadaki likidite koşullarına göre faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir (Grafik 1.1.1). Mevcut Rapor döneminde, sistemin fonlama ihtiyacında TCMB kaynaklı döviz işlemlerinin etkisiyle kayda değer bir gerileme gözlenmiştir. Sistemdeki fazla likidite, 8-24 Mayıs döneminde TCMB'nin düzenlediği depo alım ihaleleri kanalıyla sterilize edilmiştir. Mayıs ayı PPK toplantısında, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası finansal varlıklara talebiyle oluşan likidite fazlasının ilave tedbirlerle sterilize edilmesine karar verilmiştir. Bu çerçevede, Türk lirası mevduat ve KKM hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları artırılarak sistemden yaklaşık 550 milyar TL likidite çekilmiştir. Atılan zorunlu karşılık adımının ardından net APİ kalemi tekrar pozitif düzeye geçmiş ve takip eden dönemin büyük bölümünde TCMB swap stokundaki azalış eğiliminin sürmesi ile birlikte 11 Temmuz tarihine kadar pozitif düzeylerde kalmıştır. Kamu harcamalarının etkisiyle net APİ kalemi 12 Temmuz tarihinde tekrar negatif alana geçmiş ve TCMB düzenlediği depo alım ihaleleri ile fazla likiditeyi sterilize etmeye başlamıştır. 8 Mayıs 2024 tarihi itibarıyla 1,1 trilyon TL olan swap işlemleri tutarı 2 Ağustos 2024 tarihi itibarıyla TL karşılığı döviz swap ihalesinin etkisiyle -6 milyar TL düzeyine gelmiştir. İlgili dönemde net APİ fonlaması da 8 Mayıs 2024 tarihindeki -163,7 milyar TL düzeyinden yükselerek 2 Ağustos 2024 tarihi itibarıyla -89,0 milyar TL seviyesine gelmiştir (Grafik 1.1.2). TCMB, gerektiğinde, ek depo alım ihaleleri açarak ve TL karşılığı döviz ve altın swap ihaleleri yaparak sistemde oluşan fazla likiditeyi sterilize etmektedir. Sistemdeki likidite koşulları muhtemel gelişmeler göz önünde bulundurularak yakından izlenmeye ve gerektiğinde sterilizasyon araçları ihtiyaçlar doğrultusunda çeşitlendirilerek etkin şekilde kullanılmaya devam edilecektir (Kutu 1.1).

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



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



Kutu 1.1

Türk Lirası Likidite Gelişmeleri ve Sterilizasyon Araçları

Merkez Bankaları açısından likidite kavramı, merkez bankalarının finansal sistemle olan işlemlerinde kullandığı, kendi bilançosu aracılığıyla ürettiği ve bankalar ve diğer finansal kuruluşların da kendi aralarındaki fon transferlerinde kullandığı parasal kavramın bir ifadesidir. Bu yönüyle, belli bir zaman diliminde, finansal sistemin merkez bankasına karşı toplam net alacağı ya da toplam net yükümlülüğü piyasadaki likiditeyi belirlemektedir.

Finansal sistemin merkez bankasından nette alacaklı olduğu durum likidite fazlasını, merkez bankasına borçlu olduğu durum ise likidite açığını tanımlar. Merkez bankaları, para politikası çerçevesinde, bankacılık sisteminin ve finansal piyasaların etkin çalışmasını, ödeme sistemlerinin kesintisiz çalışmasını, kamu harcama ve gelir gerçekleştirmelerini sağlamak amaçlarıyla likiditeyi yönetir. Merkez bankaları uyguladıkları likidite politikalarıyla öncelikle kısa vadeli faizleri etkilemeye çalışırken, kısa vadede oluşan faizler uzun vadeli faizleri etkiler ve böylece para politikasının finansal piyasalara geçişkenliğinin sağlanması hedeflenir. Piyasadaki likidite ihtiyacının hangi maliyetlerle, hangi araçlarla ve hangi vadelerde karşılanacağı, likidite fazlası olması durumunda bunun hangi yöntemlerle sterilize edileceği likidite politikasını belirleyen temel değişkenlerdir.

Bu çerçevede, TCMB fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda parasal aktarım mekanizmasının sağlıklı işleyişini ve para piyasalarında gecelik faiz oranlarının politika faizi etrafında oluşmasını sağlamak amacıyla likidite yönetimi araçlarını etkin bir şekilde kullanmaktadır. Bu doğrultuda, likidite koşulları muhtemel gelişmeler göz önünde bulundurularak yakından izlenirken, ortaya çıkan ihtiyaçlar ve şartlara göre mevcut araçların gözden geçirilmesi önem arz etmektedir. Bu kutuda, likidite fazlasının sterilizasyonu için kullanılan araçların etkinliği ve son dönemde genişletilen araç seti değerlendirilmektedir.

Türk Lirası Likiditesini Etkileyen Unsurlar

Bankacılık sisteminin fonlama ihtiyacını (SFI);

- Bankaların TCMB'de zorunlu karşılıklar (ZK) kapsamında tutulan Türk lirası (TL) serbest ve bloke mevduat bakiyeleri ile emisyon hacmi değişimlerinden oluşan para tabanı gelişmeleri,
- TCMB tarafından gerçekleştirilen TL karşılığı işlemler,
- Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın (Hazine) piyasada gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler belirlemektedir.

Bu faktörlerin etkisiyle, sistemin fonlama ihtiyacı (SFI) yıl başındaki 1.012 milyar TL seviyesinden (likidite açığı) 31 Temmuz itibarıyla -220 milyar TL'ye (likidite fazlası) gerilemiştir. Söz konusu dönemde, ZK oranlarında yapılan değişiklikler nedeniyle 683 milyar TL, emisyon hacmindeki artış ile 182 milyar TL olmak üzere para tabanı kaynaklı toplam 865 milyar TL likidite açığı oluşmuştur. Diğer taraftan, özellikle ikinci çeyrekte yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası varlıklara yönelimiyle TCMB'nin net döviz pozisyonu iyileşmiş ve TCMB tarafından bu doğrultuda gerçekleştirilen işlemler sistemde likidite fazlası oluşmasına neden olmuştur (Tablo 1).

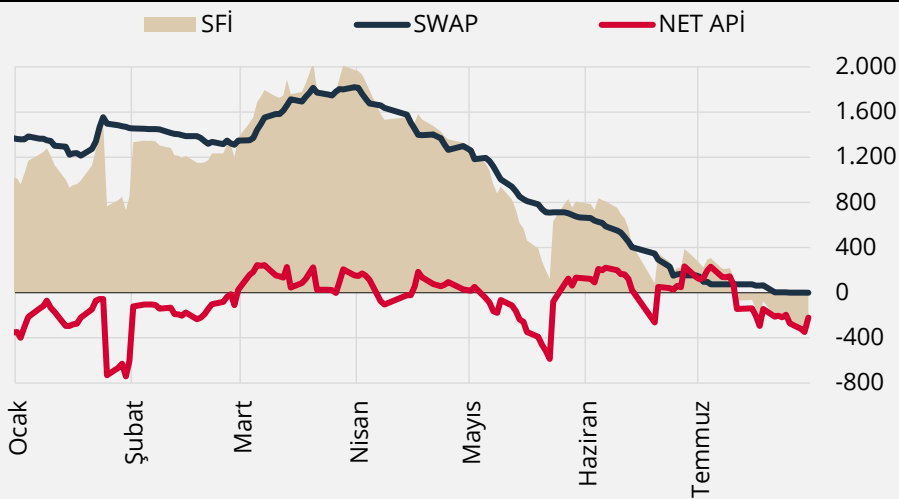
2 Ocak tarihinde açık piyasa işlemleriyle (API) net 349 milyar TL sterilizasyon yapılırken, 31 Temmuz itibarıyla 220 milyar TL sterilizasyon yapıldığı görülmektedir. Yıl başında SFI'nin pozitif olduğu dönemlerde yapılan işlemler temelde geçici likidite fazlasını sterilize ederken, SFI'nin negatif seviyelere gerilediği 12 Temmuz sonrasındaki işlemler kalıcı likidite fazlasını sterilize etmeye yöneliktir (Grafik 1).

Tablo 1: Sistemin Fonlama İhtiyacı (Milyar TL)

	2.01.24	31.07.24	Değişim
Sistemin Fonlama İhtiyacı	1.012	-220	-1232
Net APİ	-349	-220	129
APİ Fonlama	5	5	0
Sterilizasyon	-354	-225	129
Swap İşlemleri	1.361	0	-1.361
Para Tabanı	1.565	2.430	865
Emisyon Hacmi	438	620	182
Serbest Mevduat	939	1.093	154
ZK Bloke Hesabı	188	717	529
TCMB Kaynaklı İşlemler			-2.201
Kamu İşlemleri*			104

Kaynak: TCMB.

* TCMB'ye gerçekleştirilen itfalar dahil edilmemiştir.

Grafik 1: Sistemin Fonlama İhtiyacı ve TCMB Fonlaması (2024, Milyar TL)

Kaynak: TCMB.

Likidite Seviyesi ve Dağılımı

Yıl başında 1.361 milyar TL seviyesinde olan döviz karşılığı TL swap işlemleri, döviz alımlarıyla uyumlu olarak azaltılmış ve böylece sistemin fonlama ihtiyacı döviz alımları ile gerilerken, vadesi gelen swap işlemleri yenilenmeyerek sistemde geçici likidite fazlasının oluşmaması amaçlanmıştır. 2018 yılının son çeyreğinde başlayan TCMB tarafı döviz karşılığı TL swap işlemlerine 25 Temmuz 2024 itibarıyla son verilmiştir. Kalan işlemlerin de vadelerinin gelmesiyle 31 Temmuz tarihi itibarıyla swap işlem stoku sıfır düzeyine inmiştir¹.

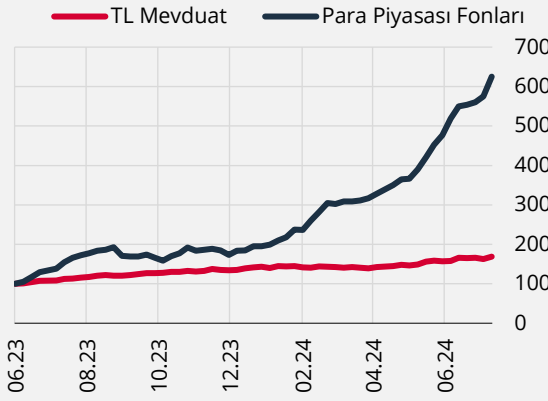
21 Aralık 2023 tarihinde, piyasada oluşan likidite fazlasının sterilize edilmesi amacıyla Türk lirası depo alım ihalelerinin düzenleneceği duyurulmuştur. Bu çerçevede, depo alım ihaleleri gerekli durumlarda geçici likidite fazlasını sterilize etmek amacıyla değişen sıklıklarda kullanılırken, 12 Temmuz itibarıyla SFİ'nin negatif seviyelere gerilemesi ve kalıcı likidite fazlasına geçilmesi ile depo alım ihalelerine tekrar başlanmıştır.

¹ Önümüzdeki dönemde satım yönlü altın ve döviz karşılığı swap işlemlerinin devreye alınmasıyla birlikte swap işlemleri stok seviyesinin negatif düzeylerde oluşması beklenmektedir.

Sistemin fonlama ihtiyacının negatif seviyelere gerilemesi (likidite fazlası) ile sistemdeki likidite dağılımı para politikasının etkinliği ve aktarımı açısından daha önemli hale gelmiştir. Son dönemde, TL cinsi mevduat ve para piyasası fonlarının büyüme oranlarının ayrıştığı ve yatırım tercihlerinin etkisiyle likiditenin önemli bir kısmının para piyasası fonlarında yoğunlaştığı görülmektedir. Haziran 2023'ten bu yana para piyasası fon büyüklüğü yaklaşık 5 kat artarken (Grafik 2), BIST Repo/Ters Repo Pazarında likidite fazlası olan finansal kuruluşların içinde aracı kurumların payı belirgin biçimde yükselmiştir (Grafik 3).

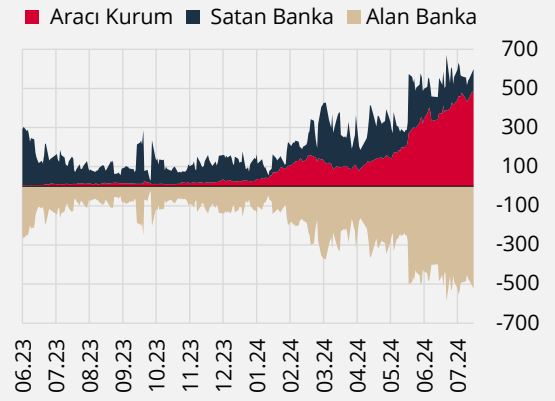
Sistemde likidite fazlası kademeli olarak artarak Bankamız net borç alıcı konuma gelirken, likidite dağılımında yakın dönem gelişmeler dikkat çekmektedir. 2024 Para Politikası Metninde de vurgulandığı üzere, likidite yönetimi genel çerçevesi, piyasadaki likidite düzeyi ve likiditenin sistem içindeki dağılımı dikkate alınarak belirlenmektedir. Bu çerçevede, öncelikle mevcut sterilizasyon araç setinin etkin kullanımı sağlanırken, ilave olarak aşağıda açıklanan araçlar devreye alınmıştır.

Grafik 2: TL Mevduat ve Para Piyasası Fon Büyüklüklerinin Gelişimi (Haziran 2023=100)



Kaynak: TCMB, TEFAS.

Grafik 3: BIST Repo-Ters Repo Pazarı Aracı Kurum ve Banka Dağılımı (Milyar TL)



Kaynak: BIST, TCMB.

Mevcut Sterilizasyon Araçları

Mevcut uygulamada aktif olarak kullanılmakta olan sterilizasyon araçları Tablo 2'de belirtilmektedir. Bu çerçevede, TCMB BIST Repo/Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarında (TİP), toplam API portföyü ile sınırlı tutarda gerek bankalar gerekse banka dışı finansal kuruluşlarla borç alma faiz oranından kotasyon yoluyla gecelik vadeli ters repo işlemleri gerçekleştirmektedir. Ayrıca, bankalar TCMB nezdindeki Bankalararası Para Piyasası'nda (BPP) gecelik vadede borç alma faiz oranından limitsiz olarak kotasyon yoluyla depo verme işlemleri yapabilmektedir. Mevcut araçlar ile BIST Repo/Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarlarında 09.30-14.00 saatleri ve BPP'de 10.00-16.00 saatleri arasında sterilizasyon yapılabilmektedir. Kotasyon yoluyla gerçekleştirilen sterilizasyon miktarı dönemsel likidite koşullarına bağlı olarak değişmekle birlikte, Temmuz ayında günlük ortalama 40 milyar TL seviyesindedir (Grafik 4).

Tablo 2. Mevcut Sterilizasyon Araçları

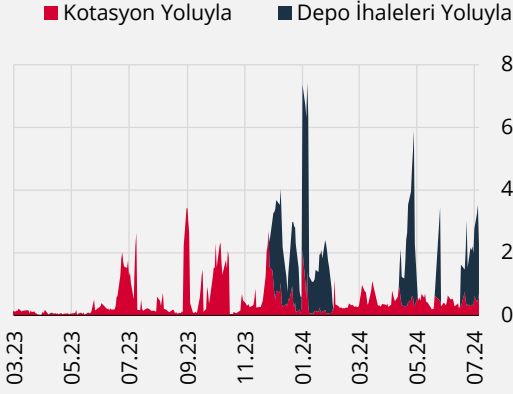
Piyasa/Araç	Faiz Oranı (%)	Vade	İşlem Saatleri	Yöntem	TCMB Limiti
BIST Ters Repo	TCMB Borç Alma	Gecelik	09.30-14.00	Kotasyon	API Portföyü ^a
TİP Ters Repo	TCMB Borç Alma	Gecelik	09.30-14.00	Kotasyon	API Kira Ser. Portföyü ^a
BPP Depo Alma	TCMB Borç Alma	Gecelik	10.00-16.00	Kotasyon	Sınırsız
TL Depo Alım İhalesi	İhale Faiz Oranı	91 güne kadar	11.00-11.30	Geleneksel İhale ^b	İhale Limiti-Sınırsız

^a API portföyü nominal olarak 168 milyar TL DİBS ve 9 milyar TL kira sertifikasından oluşmaktadır.

^b Geleneksel ihalelerde faiz oranı, ihale katılımcılarının teklifleri dikkate alınarak TCMB tarafından belirlenmektedir.

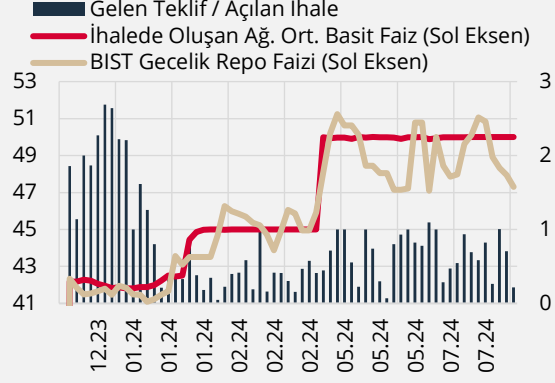
Mevcut durumda, TCMB, TL depo alım ihaleleri ile farklı vadelerde bankalardan likidite sterilizasyonu yapabilmektedir. Bu çerçevede, ihtiyaç duyulan günlerde saat 11.00-11.30 arasında depo alım ihalesi düzenlenerek bankalardan fazla likidite çekilebilmektedir. 15 Mayıs tarihinden itibaren aynı anda farklı vade ve tutarlarda birden fazla TL depo alım ihalesi düzenlenerek sterilizasyon işlemlerinin etkinliği artırılmıştır (Grafik 5). Sistemdeki likidite seviyesi itibarıyla bankalar daha çok kısa vadeli ihalelere talep gösterirken, kalıcı likidite fazlasının olası artışına bağlı olarak daha uzun vadeli açılacak olan ihalelere de talebin artabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 4: TCMB Sterilizasyon (Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5: TL Depo Alım İhaleleri (% Oran)



Kaynak: TCMB.

İlave Sterilizasyon Araçları

Son dönemde kalıcı likidite fazlasının artması ve likiditenin dağılımındaki gelişmelere bağlı olarak mevcut sterilizasyon araçlarında, etkinlik ve çeşitliliği artırma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda, mevcut sterilizasyon araçları gözden geçirilerek araç çerçevesi geliştirilmiştir.

Araç çerçevesi incelendiğinde bazı hususlar göze çarpmaktadır. Öncelikle, BIST Repo/Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarında APİ portföy büyüklüğü ile sınırlı tutarda ters repo işlemleri yapılabilmektedir. Buna ilave olarak, BPP'de sadece APİ üyesi bankalarla depo işlemleri gerçekleştirilebilmektedir.

Bu nedenlerle, öncelikle mevcut likidite koşulları göz önüne alınarak vade ve araç çeşitlendirilmesi amacıyla satım yönlü altın ve döviz karşılığı TL swap ihaleleri düzenlenmesi kararlaştırılmıştır. Satım yönlü altın ve döviz karşılığı TL swap ihale duyuruları, ihale günlerinde saat 11.00'de yapılacak olup altın swap ihaleleri saat 15.00-15.30, döviz swap ihaleleri ise saat 15.00-15.15 aralığında gerçekleştirilecektir. Geleneksel yöntem ile düzenlenecek söz konusu ihalelerde faiz seviyesi katılımcıların göndereceği teklifler sonucunda belirlenecektir. İlave araçlarımız dikkate alınarak, toplam satım yönlü swap ihale tutarının sınırlı seviyede tutulması ve piyasa ihtiyaçları doğrultusunda kademeli olarak artırılması planlanmaktadır.

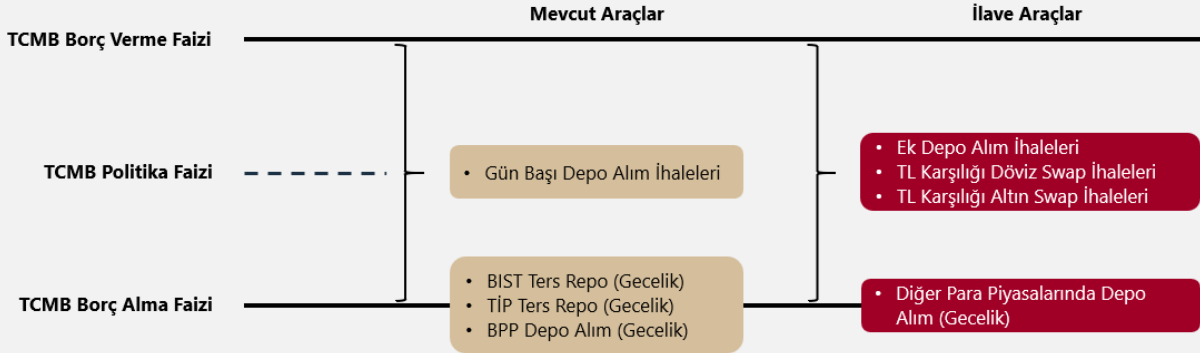
İkinci bir adım olarak, gerekli görülen gün ve saatlerde ihale yoluyla ek TL depo alım ihalesi açılmasına karar verilmiş ve ihalelere başlanmıştır. Bu çerçevede, ihtiyaç duyulan günlerde farklı vade ve saatlerde ihale açılarak gün boyunca etkin sterilizasyon yapılabilmektedir.

Tablo 3: İlave Araçlar

Piyasa/Araç	Faiz Oranı (%)	Vade	İşlem Saatleri	Yöntem	TCMB Limiti
Ek TL Depo Alım İhalesi	İhale Faiz Oranı	91 güne kadar	Duyurulacaktır ^a	Geleneksel İhale	İhale Limiti-Sınırsız
TL Karşılığı Döviz Swap İhalesi	İhale Faiz Oranı	Haftalık ^b	15.00-15.15	Geleneksel İhale	İhale Limiti-Sınırlı
TL Karşılığı Altın Swap İhalesi	İhale Faiz Oranı	Haftalık ^b	15.00-15.30	Geleneksel İhale	İhale Limiti-Sınırlı
Diğer Para Piyasaları	TCMB Borç Alma	Gecelik	09.30-15.30	Kotasyon	Sınırsız

^a Temmuz 2024'te, gün içinde farklı saatlerde ek ihale düzenlenebilmesine yönelik Türk Lirası Piyasaları Uygulama Talimatında değişiklik yapılmıştır.

^b Likidite gelişmelerine bağlı olarak daha kısa veya daha uzun vadelerde ihale düzenlenebilecektir.

Şekil 1: Kullanılan Sterilizasyon Araçları

Ayrıca, diğer para piyasalarında işlem yapılabilmesi amacıyla gerekli hazırlıklar TCMB tarafından tamamlanmaktadır. İhale yoluyla sterilizasyon yapabilme imkanı sağlayan ilave araçların dışında diğer para piyasalarında banka ve banka dışı finansal kuruluşlardan kotasyon yoluyla borç alma işlemleri yapabilmek amacıyla araç çerçevesi genişletilmektedir. Mevcut uygulamada, BPP'de sadece bankalardan sınırsız depo alım işlemi yapılabilirken, diğer para piyasalarında banka ve banka dışı finansal kuruluşlardan da borç alma faizinden sınırsız olarak depo alımı gerçekleştirilebilecektir. Ayrıca, yeni pazarlarda 9.30-15.30 saatleri arasında işlem yapılabilmesi banka dışı finansal kuruluşlarla işlem penceresini uzatarak sterilizasyon etkinliğini artırıcı bir unsur olacaktır.

Likidite senedi geçmiş dönemde kullanılmış bir sterilizasyon aracı olarak yukarıda belirtilen araç setinde alternatif teşkil etmektedir. Bankamız Kanunu'nun 52'nci maddesi kapsamında; TCMB kendi nam ve hesabına vadesi 91 güne kadar likidite senedi ihraç edilebilmektedir. Bu çerçevede, 2007 yılında çeşitli vadelerde likidite senedi ihraç edilerek sterilizasyon yapılmıştır. Diğer taraftan, yukarıda açıklanan operasyonel çerçevede belirtildiği gibi, gün içinde ihtiyaç duyulan saatlerde TL depo alım ihaleleri yoluyla 91 güne kadar, aynı gün veya ileri valörlü, etkin şekilde sterilizasyon yapabilmektedir. Ayrıca, depo alım ihalesi bir para piyasası işlemi olması nedeniyle operasyonel açıdan çok esnek bir şekilde uygulabilmekte ve talebinde yatırım saiki sınırlı kalmakta, bu durum sterilizasyon etkinliğini artırmaktadır. Bu nedenlerle, likidite senedi araç setimizde yer almakla birlikte mevcut koşullarda kullanılmamaktadır.

Sonuç olarak, yukarıda belirtilen çerçeve ile birlikte sterilizasyon araç setinin; işlem saatleri, karşı taraf çeşitliği ve işlem limitleri açılarından daha etkin ve kapsayıcı hale geleceği değerlendirilmektedir. Önümüzdeki dönemde, likidite koşulları muhtemel gelişmelere göre izlenerek sterilizasyon araçları ihtiyaçlar doğrultusunda gözden geçirilecek ve araç seti güçlendirilmeye devam edilecektir.