

Kutu 1.1

Miktarsal Sıkılaştırma Adımları Üzerine Bir Değerlendirme

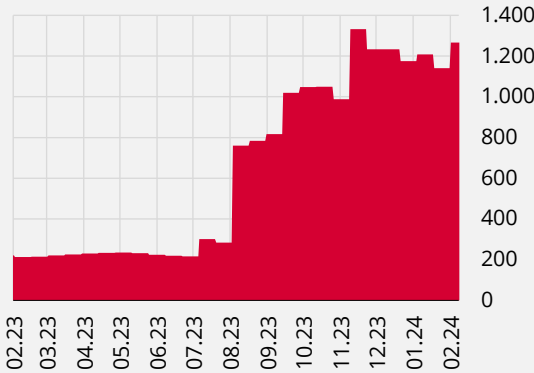
TCMB, dezenflasyonun en kısa sürede tesisi, enflasyon beklentilerinin çözümlenmesi ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması için 2023 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırma sürecine başlamıştır. Fiyat istikrarının kalıcı tesisi için gereken parasal sıkılık düzeyi için 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.

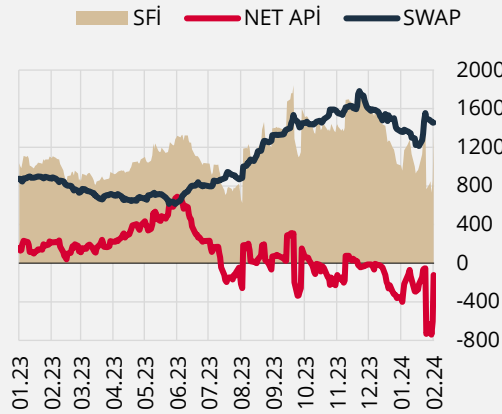
TCMB, 30 Ocak 2024 tarihli duyurusu kapsamında zorunlu karşılık uygulamasına ilişkin yaptığı düzenlemelerle miktarsal sıkılaştırma sürecine devam etmiştir. Kur korumalı hesaplar için zorunlu karşılık oranları indirilirken, döviz cinsi hesaplar için Türk lirası cinsinden tesis edilen ilave zorunlu karşılık 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.

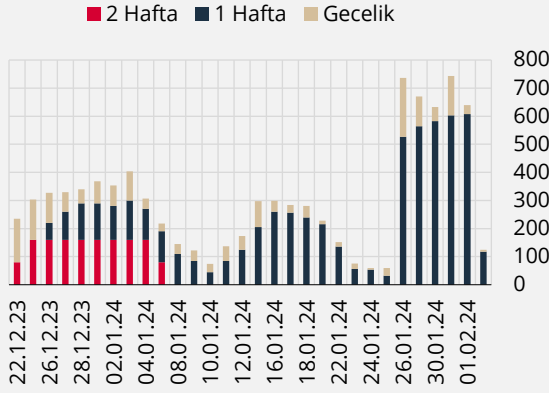
Tablo 1: TCMB Sterilizasyon Araçları

| | 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 | |

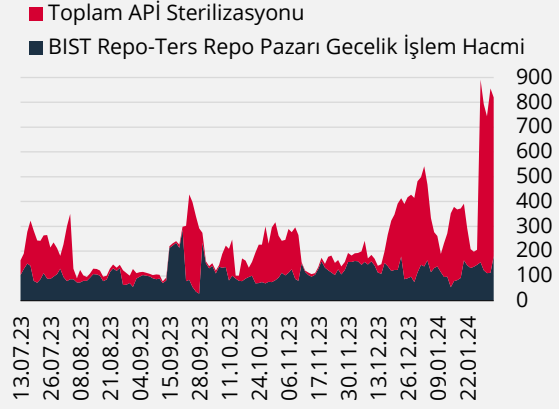
Türk Lirası Depo Alım İhalelerine İlişkin Değerlendirmeler

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)

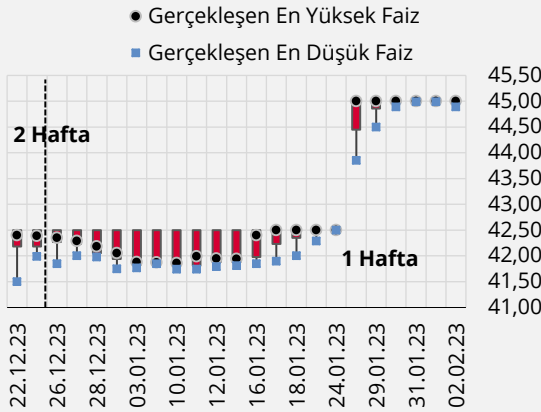
Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: BIST, TCMB.

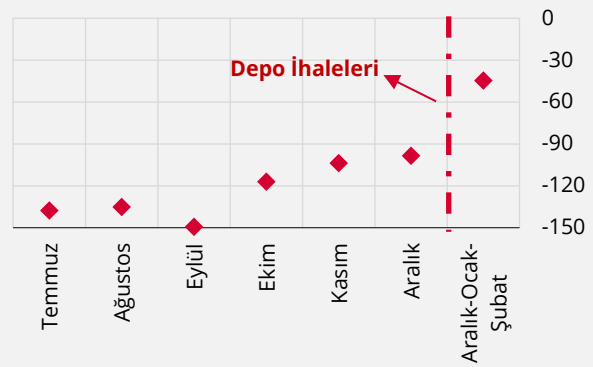
Düzenlenen ihalelere detaylı bakıldığında, bir ve iki hafta vadeli ihalelerin ilk günlerinde tekliflerin birbirinden uzak dağıldığı, sonrasında ise ihale tekliflerinin birbirine yakınlaştığı görülmektedir. Depo alım ihalelerinde oluşan ağırlıklı ortalama faizler TCMB politika faizine yakın düzeylerde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