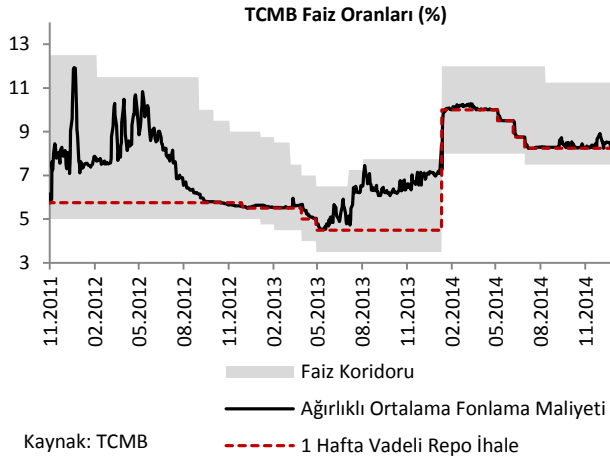


**TCMB politika faiz oranını %7.75 seviyesine çekti.**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Ocak ayı toplantısında beklenildiği gibi faiz oranında indirimde gitti. Politika faiz oranını 50 baz puan indiren TCMB faiz koridorunda ise herhangi bir değişikliğe gitmedi. Bu haftaki raporumuzun ilk kısmında TCMB'nin kararlarını, ikinci kısımda ise piyasalarca uzun bir süredir beklenen Avrupa Merkez Bankası'nın açıkladığı genişleyici programı detaylı inceleyeceğiz.




Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Ocak ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, politika faiz oranında 25 baz puan olan beklentimizin üzerinde 50 baz puanlık bir indirim yaptı. Böylelikle politika faiz oranını, %8.25 seviyesinden %7.75 seviyesine çekti. Öte yandan TCMB, faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama oranını beklediğimiz üzere %11.25'te, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranını %10.75'te ve 50 baz puanlık indirimde gitmesini beklediğimiz faiz koridorunun alt bandı olan borç alma faiz

oranını da %7.5'te sabit bıraktı. Ayrıca, %0 seviyesinde olan geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00-17:00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı ve %12.75 seviyesinde olan borç verme faiz oranı da değiştirilmedi. TCMB, bu toplantıda zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon katsayılarında da herhangi bir değişikliğe gitmedi.

TCMB'nin yılın ilk toplantısının ardından yayımladığı notta enflasyona yaptığı vurgu dikkat çekiyor. TCMB, politika faiz oranında yapılan indirime neden olarak çekirdek enflasyon ve enflasyon beklentilerinin olumlu yönde etkilenmesi ve özellikle petrol olmak üzere düşen emtia fiyatlarının enflasyondaki düşüşü desteklemesini gösterdi. Bir önceki toplantıda enflasyonun ilk yarıda daha hızlı olmak üzere, Enflasyon Raporunda belirtilen görünümle (2015 yıl başından itibaren önemli bir oranda düşerek 2015 yıl sonunda %6.1 oranına gerileyeceği tahmin edilmektedir) uyumlu bir düşüş sergileyeceğinin öngörüldüğü belirtilmişti. Bu toplantıda ise enflasyonun 2015 yılının ortalarında %5 olan hedefle uyumlu seviyelere geleceğinin öngörüldüğü söylenerek enflasyona ilişkin daha olumlu bir tablo çizildi. Bununla birlikte, enflasyonda kalıcı bir düşüş yaşanabilmesi için para politikasında temkinli bir yaklaşım gerektiği ve bu nedenle gelecek para politikası kararlarının enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olacağı belirtildi. TCMB, enflasyon beklentilerinin, fiyatlama davranışlarının ve enflasyonu etkileyen diğer unsurların yakından izleneceği ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği söylemini ise değiştirmede.

Sonuç olarak TCMB yılın ilk toplantısında, politika faiz oranında 50 baz puanlık bir indirim yaptı. Ancak son günlerde yurt içinde yaşanan gelişmeler neticesinde 50 baz puan hatta daha da üzerinde, 100 baz puanlık bir indirim piyasa tarafından fiyatlanmaya başlamıştı. Bu nedenle 50 baz puanlık faiz indirimi piyasalarda olumlu karşılandı ve USD/TL kurunda düşüş yaşandı. Kura hassasiyeti nedeniyle TCMB'nin faiz koridorunun üst bandında bir indirimde gitmemesi ve alt bandı da sabit bırakmayı tercih etmesi kurdaki düşüşü destekledi. Enflasyondaki olumlu gelişmeler sonucu politika faiz oranını 50 baz puan indiren TCMB, faiz koridorunda herhangi bir değişikliğe gitmeyerek söylemlerine uygun şekilde para politikasındaki sıkı duruşunu koruyacağını göstermiş oldu. Önümüzdeki dönemde kurlarda ve faizde sert yukarı yönlü hareketler olması durumunda, TCMB piyasaya politika faiz oranı üzerinden verdiği parayı kısip, piyasayı üst banttı fonlayarak kurlar

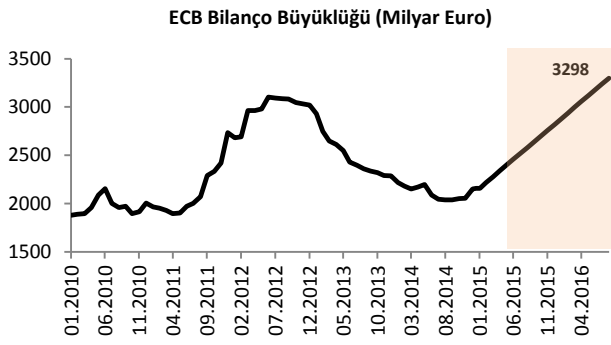


---

zerindeki baskıyı hafifletebilecektir. Hem alt bandın fazla kullanılmıyor olması hem de politika faiz oranındaki indirimle alt banda yaklaşılacak olması nedeniyle Vakıfbank olarak TCMB'nin Ocak ayı toplantısında da alt bantta bir indirim gitmesini bekliyorduk. TCMB'nin yalnızca politika faiz oranında indirim giderek alt bandı sabit bırakması ile birlikte ilk defa iki faiz oranı birbirine bu kadar yaklaşmış oldu. Bundan sonraki süreçte, TCMB'nin para politikası kararlarında enflasyonun seyri ve kurlardaki hareket önemli olacaktır. Enflasyonun baz etkisi ile birlikte gerilemeye devam edecek olması nedeniyle, kurlarda aşırı sert hareketler yaşanmaması durumunda faiz indirimlerine devam edileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, politika faiz oranının alt banda yaklaştığı da göz önünde bulunduğunda bundan sonraki faiz indirimlerinin bantları da iereceğine kesin gözüyle bakıyoruz.

## Avrupa Merkez Bankası'ndan beklenen adım geldi...

Piyasalar tarafından uzun süredir beklenen Avrupa Merkez Bankası (ECB) toplantısı 22 Ocak'ta gerçekleştirildi. Euro Bölgesi'nde enflasyonun 2009 yılından bu yana en düşük seviyesine gerilemiş olması sebebiyle, ECB'nin toplantıda yeni bir tahvil alım programı açıklayacak olmasına kesin gözüyle bakılıyordu. En temel sorular, toplantıdan ne kadarlık bir tahvil alım programının çıkacağı ve programının ne şekilde uygulanacağı soruları oldu. Toplantı öncesi, 600-700 milyar Euro değerinde bir tahvil alım programı piyasalarca satın alınmıştı ve piyasa beklentisi tahvil alım programının büyüklüğünün 2016 yılı sonuna kadar aylık 50 milyar Euro olacak şekilde toplamda 1 trilyon Euro'nun altında olacağı yönündeydi. Toplantı sonrasında, tahvil alım programının 2015 yılı Mart ayında başlayacağı ve 2016 yılı Eylül ayına kadar aylık bazda 60 milyar Euro'luk alım yapılacak şekilde devam edeceği açıklandı. Böylece, ECB toplamda piyasa beklentilerinin üzerinde 1.14 trilyon Euro tutarında tahvil alımı gerçekleştirmiş olacak.



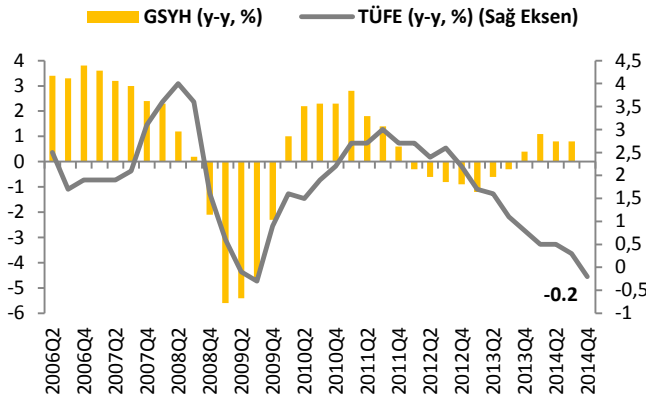
Kaynak: Bloomberg

Açıklanan son tahvil alım programı ile ECB daha önce açıkladığı bilanço büyüklüğünü 2012 yılı seviyesine getirmeyi hedefliyor. ECB'nin bugün yaklaşık 2 trilyon Euro civarında olan bilanço büyüklüğünün, tahvil alım programının planlandığı gibi 2016 yılı Eylül ayında sona ermesi durumunda, 3 trilyon Euro'nun üzerine çıkmış olacağı tahmin ediliyor. ECB programının ayrıntılarını incelediğimizde; varlık alımlarının, tahvilleri ve daha önceki programların da içeriğinde yer alan varlığa dayalı kağıtları (asset-backed securities) ve kamu kesimi veya

mortgage borçlarının nakit akımları üzerine çıkarılmış kağıtları (covered bonds) kapsayacak olduğu görülüyor. Ayrıca alıma konu tahviller, üye ülke hükümetlerinin, kurumlarının ve uluslararası şirketlerin tahvilleri olacak. Bunlarla birlikte, ECB hiçbir ülkeden o ülkenin toplam borç stokunun %33'ünü geçecek miktarda tahvil alımı yapmayacak ve her tahvil ihracının da %25'inden fazlasını satın almayacak. Bu nedenle Yunanistan'a ilişkin özel bir kural olmamasına karşın ilk etapta Yunanistan'ın devlet tahvilleri satın alınmayacak. Son olarak, ECB'nin program çerçevesinde alacağı kamu tahvilleri, vadesine 2 yıl ile 30 yıl arasında süre kalmış olanlar arasından seçilecek.

ECB tahvil alım programında sürecin enflasyonun orta vadede %2'nin altında ancak bu seviyeye yakın bir düzeyde gerçekleşmesi hedefiyle uyumlu olan sürdürülebilir bir iyileşme görülene kadar gözlemleneceğini vurguladı. Bu vurguyla ECB'nin fiyat istikrarı hedefinin yakalanmasının sağlanması adına tahvil alım programına devam edilebileceğinin sinyalleri de verildi ve tahvil alım programının ucu açık bırakıldı. ECB attığı adımlarla, piyasalardaki likiditeyi arttırarak bankaları daha çok kredi vermeye teşvik etmeyi, tüketimi arttırmayı ve Euro Bölgesi'nde deflasyon tehdidinin önüne geçmeyi hedefliyor.

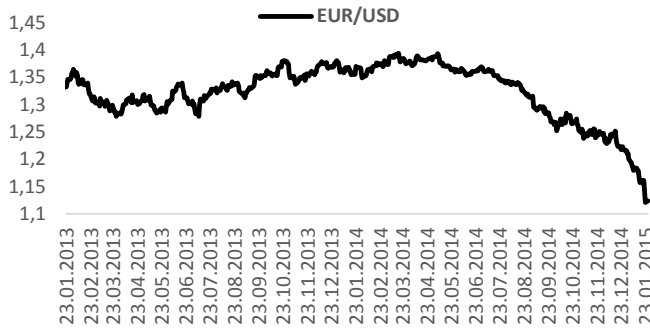
## Neden yeni bir tahvil alım programına ihtiyaç duyuldu?



Kaynak: Bloomberg

canlandırılmaya çalışıldı. ECB ekonomiyi canlandırmak için varlığa dayalı menkul kıymet ve kamu kesimi veya mortgage borçlarının nakit akımları üzerine çıkarılmış kağıtları içeren uzun vadeli refinansman operasyonları (LTRO) düzenledi. Banka ayrıca politika faiz oranını %0.05 ile tarihi düşük seviyelere indirirken, mevduat faizini de negatif seviyeye çekti. ECB'nin çabalarına rağmen iç tüketimin canlanmadığı, deflasyon riskinin devam ettiği ve Bölge bankalarının kredi vermeye isteksiz davrandıkları, dolayısıyla büyümede de belirgin bir iyileşme yaşanmadığı görülüyor. Tüm bu nedenler ECB'yi yeni bir tahvil alım programı açıklamaya yönlendirdi.

## Piyasaya etkileri...



Kaynak: Bloomberg

2008 yılındaki küresel krizden olumsuz etkilenen Euro Bölgesi, küresel krizin etkilerini henüz tam olarak atlatamamışken 2010 yılında borç kriziyle karşı karşıya kaldı. Yunanistan'la başlayan borç krizi ardından Portekiz, İtalya, İrlanda ve Güney Kıbrıs gibi Bölge'nin diğer ekonomilerine de yayıldı ve Bölge ekonomisinde kırılma'nın sürmesine neden oldu. Ülkelerde yaşanan olumsuzlukların bütün Bölge'yi tehdit etmesi nedeniyle bir yandan ülkelere yönelik yardım paketleri oluşturulurken diğer yandan da ECB'nin uyguladığı para politikasıyla Bölge ekonomisi

ECB'nin beklentilerin üzerinde açıkladığı parasal genişleme programının genel olarak piyasalara olumlu yansıdığı görülüyor. Kararın ardından tahvil piyasalarında alıcılı bir seyir izlenirken Euronun düşüşü ise dikkatlerden kaçmıyor. Açıklamaların ardından EUR/USD paritesi yaklaşık 11 yılın en düşük seviyesine geriledi. Birçok gelişmekte olan ülkenin para birimlerinin Euro karşındaki değerlerinde olduğu gibi, yurt içinde de açıklamaların en belirgin etkisi Euro/TL kurunda görüldü.

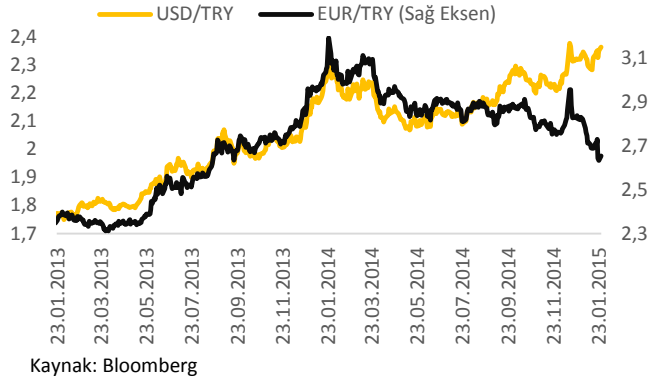
Açıklamaların ardından EUR/TL kuru günü 2.6435 seviyesinden tamamlandı.

ECB'nin genişleme programının emtia fiyatları üzerindeki etkisi ise kurlara kıyasla sınırlı kaldı. Toplantının ardından beklentilerin üzerinde bir varlık alım programı açıklanması altın fiyatlarında ilk etapta alımlara sebebiyet verse de belirsizliklerin bir miktar azalmış olması ve doların değerleniyor olması ise bu artışı baskıladı. Öte yandan petrol fiyatlarında ise programın açıklanmasının ardından aşağı yönde hareketlerin hız kazandığına şahit olduk.

## Olası sonuçlar...

ECB'nin söz konusu varlık alım programındaki amaçlarından biri olan deflasyonla mücadele kapsamında atılan adımların başarıya ulaşip ulaşmayacağı orta vadede görülecek. ECB'nin almış olduğu son karar ile piyasalara mevcut durumdan daha fazla likidite enjekte edilecek. Düşük faiz ve düşük kur ortamı iç talebin canlanmasına, dolayısıyla da büyüme ve enflasyonun artmasını tetikleyebilecek. Bununla birlikte para politikasında alınan bu genişleyici kararın Euro Bölgesi ekonomilerinde ihracatı artırıcı bir etki yaratması bekleniyor. Diğer yandan, piyasa beklentisi ise özellikle bu yıl FED'in faiz artırımına başlayacağı bir ortamda, uzun süre çok düşük kalması

beklenen faiz oranlarının Euro üzerinde aşağı yönlü baskı artıracağı yönünde. Ancak, Euro Bölgesi'nde beklenen ekonomik canlanmanın gerçekleşmesi kadar bu durumun sürdürülebilirliği de bir o kadar önem arz ediyor. Sürdürülebilir ekonomik canlanma ise, üye ülkelerin üstlerine düşen rolleri yerine getirmesi ve mali açığı azaltmayı amaçlayan yapısal reformlar uygulandığı takdirde sağlanabilecektir.



ECB kararının Türkiye açısından olası etkileri değerlendirmek gerekirse, ihracatının %40'ını Euro cinsinden gerçekleştiren Türkiye'nin bu karardan olumsuz etkilenme ihtimali yüksek görünüyor. Kararın ardından TL'nin Euro karşısında değer kazanması, Euro Bölgesi ekonomisi için Türkiye'den ithal ettiği ürünlerin pahalılaşması anlamına gelecektir. Hem bu durum hem de Bölge ekonomilerindeki kırılganlığın devam ediyor olması Türkiye'nin Bölge'ye olan ihracatında

azalışa neden olabilecektir. Ayrıca EUR/TL kurundaki düşüş, turizm gelirlerimizin de çoğunluğunun Euro cinsinden olduğu göz önünde bulundurulduğunda turizm gelirlerini de olumsuz etkileyebilecektir. Bu nedenle, 2015 yılı için %4'lük büyüme hedefine dış kaynaktan ziyade yurtiçi tüketimle ulaşılabileceğini düşünüyoruz.

### Haftalık Veri Takvimi (26-30 Ocak 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
26.01.2015	Türkiye	Kapasite Kullanım Oranı (Ocak)	74.6	73.7 (açıktandı)
		Reel Kesim Güven Endeksi (Ocak)	101.2	103.2 (açıktandı)
	Almanya	İş Dünyası Görünüm Endeksi (Ocak)	105.5	106.5
	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	-893.5 Milyar Yen	-735.2 Milyar Yen
27.01.2015	Türkiye	TCMB Enflasyon Raporu (2015-1)	--	--
		TCMB Toplantı Özeti (Ocak)	--	--
	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Aralık)	-%0.9	%0.5
		S&P Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (Kasım, a-a)	%0.76	%0.67
		PMI Hizmet Endeksi (Ocak, öncül)	53.3	53.8
		Yeni Konut Satışları (Aralık, a-a)	-%1.6	%2.7
		Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	92.6	95.0
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Ocak)	7	6
	İngiltere	GSYH (4. çeyrek, y-y)	%2.6	%2.8
28.01.2014	ABD	Merkez Bankası (Fed) Toplantısı (Ocak)	--	--
		Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Şubat)	9
	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	90	91
29.01.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	307 Bin Kişi	300 Bin Kişi
		Bekleyen Konut Satışları (Aralık, a-a)	%0.8	%0.5
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	-8.5	-8.5
		M3 Para Arzı (Aralık, y-y)	%3.1	%3.5
	Almanya	İşsizlik Oranı (Ocak)	%6.5	%6.5
		TÜFE (Şubat, , y-y, öncül)	%0.1	-%0.2
	İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	99.7	100.2
		İş Dünyası Güven Endeksi (Ocak)	97.5	98.5
	Japonya	Perakende Satışlar (Aralık, a-a)	-%0.2	%0.3
30.01.2015	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	-8.3 Milyar Dolar	-8.8 Milyar Dolar
		ABD	GSYH (4. çeyrek, ç-ç, yıllıklandırılmış)	%5.0
		Chicago PMI Endeksi (Ocak)	58.8	58.0
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Aralık)	%11.5	%11.5
	Almanya	Perakende Satışlar (Aralık, a-a)	%0.5	%0.3
	Fransa	ÜFE (Aralık, y-y)	-%2.0	--
	İtalya	İşsizlik Oranı (Aralık, öncül)	%13.4	%13.5
		ÜFE (Aralık, y-y)	-%1.6	--
	İngiltere	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	-4	-3
	Japonya	Sanayi Üretimi (Aralık, a-a, öncül)	-%0.5	%1.2
		İşsizlik Oranı (Aralık)	%3.5	%3.5
		TÜFE (Aralık, y-y)	%2.4	%2.3