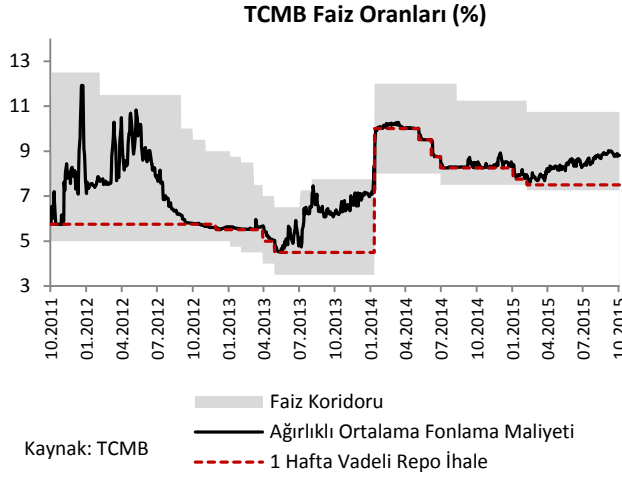
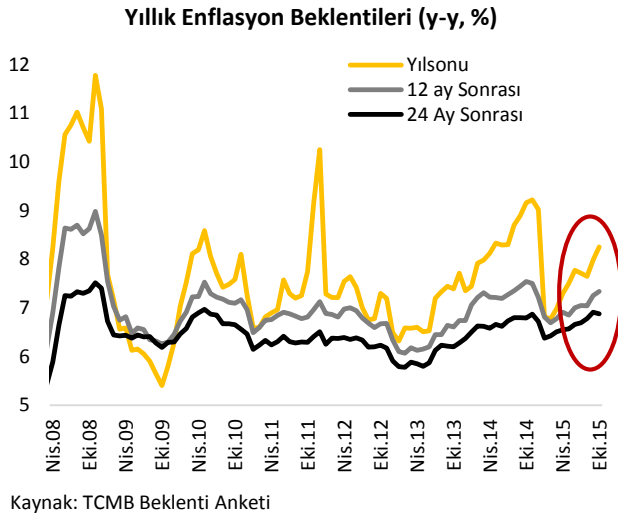


TCMB, faiz oranlarını değiştirmedir.

TCMB, geçen haftaki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarında beklendiği gibi herhangi bir değişikliğe gitmedi. Toplantı sonrası yayımladığı notta ise TCMB bir yıldan uzun süredir kullanmakta olduğu bir ifade olan "Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir" ifadesini ilk defa bu toplantıda kullanmadı. Bu haftaki raporumuzda TCMB'nin son toplantısına ilişkin değerlendirmelerimize yer vereceğiz.



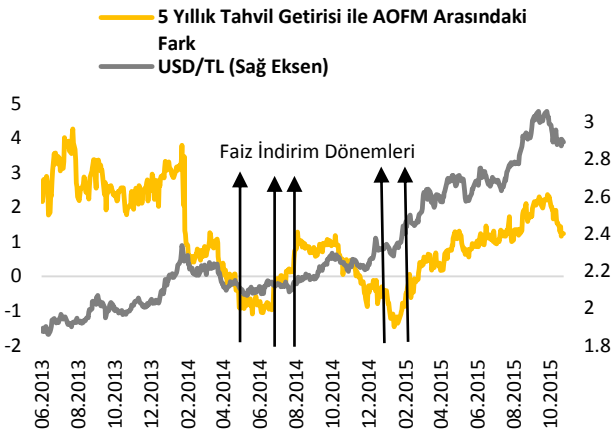
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Ekim ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Böylece Kurul, politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %7.5'te, faiz koridorunun alt bandını %7.25'te ve faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama oranını %10.75 seviyesinde sabit bıraktı. TCMB %0 seviyesindeki geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00-17:00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranını sabit bırakırken, %12.25 seviyesinde olan borç verme faiz oranını da değiştirmedir.



TCMB toplantısının ardından yayımladığı notta dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin ve tüketici kredilerinin ılımlı seyrinin cari dengedeki iyileşmeyi desteklediğini yineledi ve yılın ilk yarısında dış talebin zayıf seyrini koruduğunu, iç talebin ise büyümeye ılımlı düzeyde katkı verdiğini belirtti. TCMB geçen ay, diğer yayımladığı notlardan farklı olarak, Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın katkısıyla önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun kademeli olarak net ihracat lehine değişmesinin beklendiği yönünde kullandığı ifadesini bu ay da korudu. Enflasyona ilişkin olarak ise TCMB, geçen ayda olduğu gibi enerji fiyatlarındaki gelişmelerin enflasyonu olumlu etkilemeye devam ettiğini belirtti. Bu bağlamda

TCMB likidite politikasındaki sıkı duruşun korunacağı ifadesini yeniledi ve önümüzdeki dönem para politikası kararlarının enflasyon görünümüne bağlı olacağını söyledi. TCMB'nin bu ay, bir önceki notta yer alan "para politikası kararları enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olacaktır" ifadesinin yerine "para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır" ifadesini kullanması, artık bu yıl enflasyonun daha yüksek gerçekleşmesini beklediğini gösteriyor. Bu ifade aynı zamanda TCMB'nin %6.9 olan yılsonu enflasyon beklentisini 28 Ekim'de yayınlanacak olan 4.Enflasyon Raporunda yukarı yönlü güncelleme ihtimali olduğuna işaret ediyor. Piyasadaki enflasyon beklentilerine baktığımızda, özellikle yılsonuna ilişkin enflasyon beklentilerinin sert bir yükseliş gösterdiğini görüyoruz. 11 Ekim'de açıklanan ve 2016-2018 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program'da da 2015 yılı enflasyon tahmini %6.3'ten %7.6'ya revize edilmişti. Ancak Ekim ayında yıllık enflasyonun %7.95

seviyesinde gerçekleştiği ve piyasa beklentilerinin %8'in üzerinde seyrettiği göz önünde bulundurulduğunda TCMB'nin yılsonu enflasyon beklentisini daha yüksek bir orana revize etmesi olası görünüyor.



Kaynak: Bloomberg
AOFM: TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti

TCMB'nin son faiz indirimi yaptığı dönemlere baktığımızda, piyasada belirlenen Türkiye 5 yıllık tahvil faizi ile TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) arasındaki farkın negatif olduğu bir diğer ifade ile piyasa faizinin TCMB tarafından belirlenen faizin altında kaldığı dönemlerde TCMB'nin politika faiz oranında indirim gittiğini görüyoruz. Son günlerde ise Fed'in faiz artırımını erteleyeceği beklentileriyle küresel piyasalarda artan risk iştahı sonucu gelişmekte olan ülkelere girişler artarken, gösterge tahvil getirilerinde ve kurda düşüş yaşandı. Küresel piyasalarda artan iyimserlikle 5 yıllık tahvil faizi ile AOFM arasındaki fark hızlı bir şekilde geriledi. Bu durum TCMB'nin para politikasını belirlerken elini rahatlatan

unsurlardan biri olurken, söz konusu iyimserliğin devam etmesi enflasyon üzerindeki kur kaynaklı baskıları hafifletebilecektir. Söz konusu durum aynı zamanda TCMB'nin enflasyonun yanı sıra büyümeyi de gözetken bir politika izlemesini kolaylaştırabilir.

TCMB'nin bu ay yayımladığı notta yaptığı en dikkat çekici değişiklik ise "Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir" söylemine yer vermemesi oldu. TCMB, söz konusu ifadeye Haziran 2014'ten bu yana yayımladığı tüm PPK toplantı notlarında yer vermişti. TCMB'nin bu ifadeyi nattan çıkarmasında para politikasında sadeleştirmeye gidecek olmasının etkisi olduğunu düşünüyoruz. TCMB para politikası kapsamında birden fazla faiz oranı kullanıyor ve bunların ağırlıklandırılmasıyla oluşturulan ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini değiştirerek piyasaya müdahalede bulunabiliyor. Bir başka deyişle getiri eğrisi dikleştiğinde TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini değiştirerek eğriyi yatıklaştıracak müdahalede bulunabiliyor. Ancak para politikasında sadeleştirmeye başlanmasıyla TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini etkin kullanmayacağı için eğrinin dikleşmesi durumunda eğriye eskisi kadar müdahalede bulunamayacağını ve bu nedenle TCMB'nin bu ifadeyi toplantı notlarından çıkardığını düşünüyoruz. Bu bağlamda TCMB'nin önümüzdeki dönemde alacağı faiz kararlarında başta Fed olmak üzere dünya ekonomilerindeki görünüme bağlı olarak izleyeceği politikaya yön vereceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak TCMB, Ekim ayında da faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. TCMB bu ay da, Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın katkısıyla önümüzdeki dönemde büyüme kompozisyonunun kademeli olarak net ihracat lehine değişeceği yönünde beklentisini korudu. Ancak, son dönemde başta Almanya olmak üzere Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin tedirginliğin artmasının ve dünya ticaret hacminin daralmasının, söz konusu Bölge'den gelecek olan toplam talebin azalabileceğine işaret ettiğini düşünüyoruz. TCMB enflasyona yönelik ise, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin olumlu etkisinin görülmeye devam ettiğine değindi. Hali hazırda yıllık enflasyonun %7.95 olduğu düşünüldüğünde TCMB'nin 28 Ekim tarihinde yayımlayacağı yılın 4. Enflasyon Raporunda yukarı yönlü güncellemeye gitme ihtimali bulunuyor. TCMB daha önce de belirttiği gibi, faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmek için Fed'in faiz artırım beklentisini işaret etmesi ve küresel piyasalardaki belirsizlikler sebebiyle bu ayki toplantısında da faizlerde bir değişikliğe gitmedi. ABD'de son açıklanan tarımdışı istihdam verisi ve diğer olumsuz gelen verilerin yanı sıra Çin ekonomisine ilişkin artan endişeler sebebiyle Fed'in faiz artırımlarını 2016'ya erteleyebileceğine yönelik beklentiler oluşsa da bazı bölgesel Fed başkanlarından gelen açıklamalar bu yıl içinde faiz artırım ihtimalinin hala sürdüğüne işaret ediyor. Bu bağlamda TCMB'nin Fed'i beklemeyi tercih ettiği bu süreçte TCMB'nin daha önce yaptığı gibi zorunlu karşılıklar ve döviz satım ihaleleri miktar değişiklikleri gibi likiditeye yönelik faiz dışı önlemlerle piyasaya müdahalede bulunmaya devam etmesi olası görünüyor. Ancak faiz dışı önlemlerin kurdaki yukarı yönlü trendi değiştirmesini beklemiyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (26 Ekim – 30 Ekim 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
26.10.2015	Türkiye	Reel Sektör Güven Endeksi (Ekim)	99.1	100.5 (Açıklandı)
		Kapasite Kullanım Oranı (Ekim)	%75.9	%75.5 (Açıklandı)
	ABD	Yeni Konut Satışları (Eylül, a-a)	%5.7	-%0.4
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Ekim)	-9.5	-6.5
	Almanya	İFO İş Dünyası Güven Endeksi (Ekim)	108.5	107.8
		27.10.2015	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Eylül)
		Case Shiller Konut Fiyat Endeksi (Ağustos)	181.90	182.26
		Hizmet PMI (Ekim, öncül)	55.1	55.2
		Tüketici Güven Endeksi (Ekim)	103.0	103.0
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Ekim)	-5	-3
	Euro Bölgesi	M3 Para Arzı (Eylül, y-y)	%4.8	%5.0
		İngiltere	GSYH (3. çeyrek, y-y)	%2.4
28.10.2015	Türkiye	TCMB Enflasyon Raporu (2015-IV)	--	--
		TCMB Toplantı Özeti (Ekim)	--	--
	ABD	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı	--	--
		Almanya	Tüketici Güveni (Kasım)	9.6
	Fransa	Tüketici Güveni (Ekim)	97	97
		İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Ekim)	112.7
	Japonya	Perakende Satışlar (Eylül, y-y)	%0.0	%1.1
		29.10.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları
		GSYH (3. çeyrek, ç-ç)	%3.9	%1.5
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (3.çeyrek, ç-ç)	%1.9	%1.4
		Bekleyen Konut Satışları (Eylül, a-a)	-%1.4	%1.0
		Euro Bölgesi	Tüketici Güveni (Ekim)	-7.7
	Almanya	İşsizlik Oranı (Ekim)	%6.4	%6.4
		TÜFE (Ekim, y-y, öncül)	-%0.2	%0.0
	İngiltere	M4 Para Arzı (Eylül, y-y)	-%0.1	--
		Japonya	Sanayi Üretimi (Eylül, y-y, öncül)	-%0.4
30.10.2015	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	-4.89 Milyar Dolar	--
		ABD	Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (Eylül, y-y)	%1.3
		Chicago Fed Ulusal Aktivite Endeksi (Ekim)	48.7	49.4
		Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Ekim)	92.1	92.5
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Eylül)	%11.0	%11.0
		TÜFE (Ekim, y-y, öncül)	-%0.1	%0.0
	Fransa	ÜFE (Eylül, y-y)	-%2.1	--
		İtalya	İşsizlik Oranı (Eylül, öncül)	%11.9
		TÜFE (Ekim, y-y, öncül)	%0.2	%0.1
		ÜFE (Eylül, y-y)	-%3.6	--
	İngiltere	Tüketici Güveni (Ekim)	3	4
		Japonya	Merkez Bankası Toplantısı	--
		İşsizlik Oranı (Eylül)	%3.4	%3.4
		TÜFE (Eylül, y-y)	%0.2	%0.0