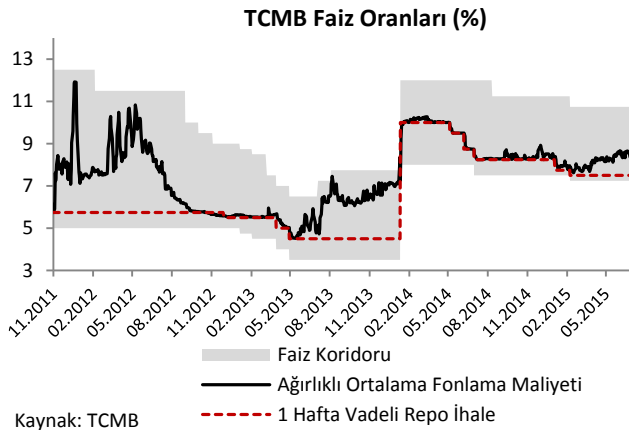


TCMB, faiz oranlarını sabit bıraktı.

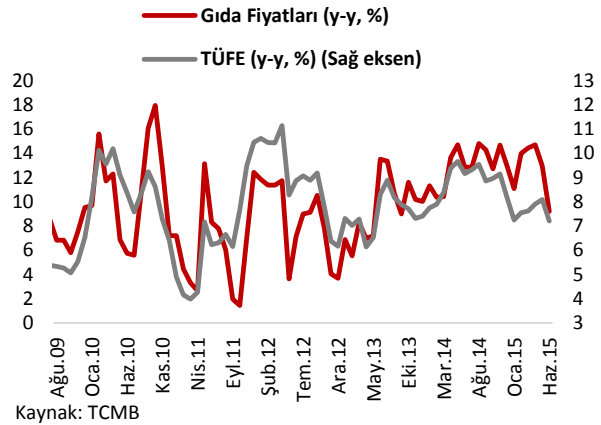
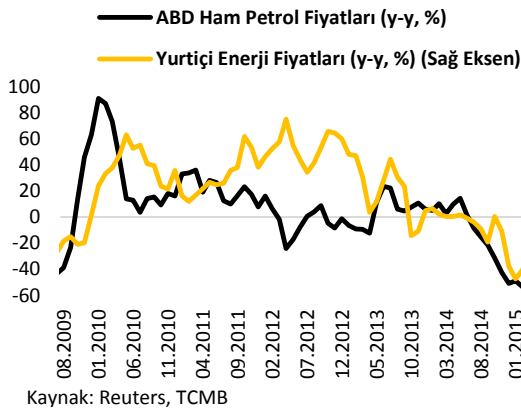
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 23 Temmuz'daki toplantısında beklendiği gibi faiz oranlarını sabit bıraktı. Toplantının ardından yayımladığı notta sadece gıda fiyatlarının yanı sıra enerji fiyatlarının da enflasyonu olumlu etkilediği ifadesini ekleyen TCMB, önümüzdeki dönem para politikası kararlarının enflasyon gelişmelerine bağlı olduğunu yineledi. 24 Temmuz'da ise TCMB yerel ve küresel gelişmeler nedeniyle bir hafta vadeli döviz depo faiz oranının ABD doları için %3.5'ten %3'e indirilmesine karar verdi. TCMB ayrıca dolar cinsi tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara uyguladığı faiz oranını %0.15'ten %0.21'e çıkardı. Bu haftaki raporumuzda TCMB'nin son kararlarını inceleyeceğiz.



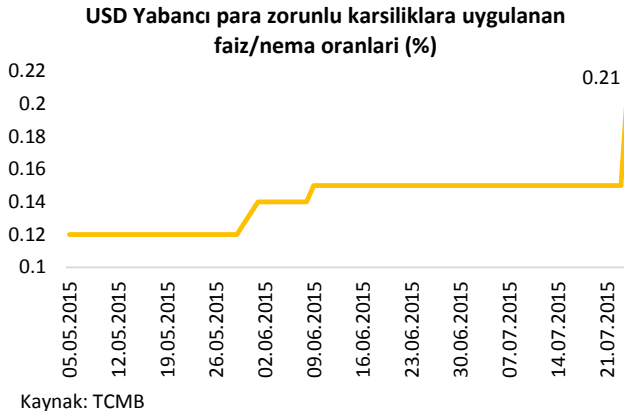
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Temmuz ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, beklendiği gibi faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Böylelikle Kurul, politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %7.5'de, faiz koridorunun alt bandını %7.25'de ve faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama oranını %10.75 seviyesinde sabit bıraktı. Ayrıca TCMB, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranında da herhangi bir değişikliğe gitmedi ve bu oranı %10.25'de 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 değiştirmede.

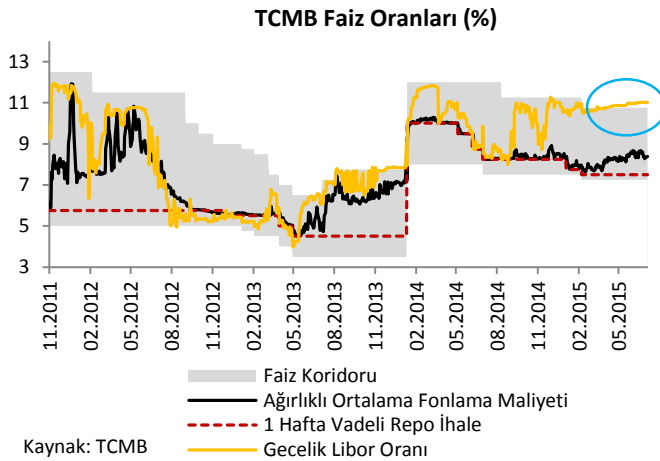
TCMB'nin toplantının ardından yayımladığı notun bir önceki toplantıya göre değişmediği görülüyor. TCMB bu toplantıda da, kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyrettiğini, dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerinin ılımlı seyrinin cari dengede iyileşmeyi desteklediğini ve iç talebin büyümeye ılımlı düzeyde katkı verdiğini yineledi. Geçen ayki nottan farklı olarak TCMB bu ay gıda fiyatlarının yanı sıra enerji fiyatlarının da enflasyonu olumlu etkilediğini belirtti ancak kurdaki hareketin çekirdek enflasyondaki iyileşmeyi geciktirdiğini tekrarladı. TCMB bu ay da faiz oranlarının sabit tutulmasına neden olarak; küresel piyasalardaki belirsizlikler ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıkları gösterdi. Ayrıca TCMB bu ayki notta enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutarak para politikasındaki temkinli duruşun sürdürüleceğini bir kez daha belirtti.



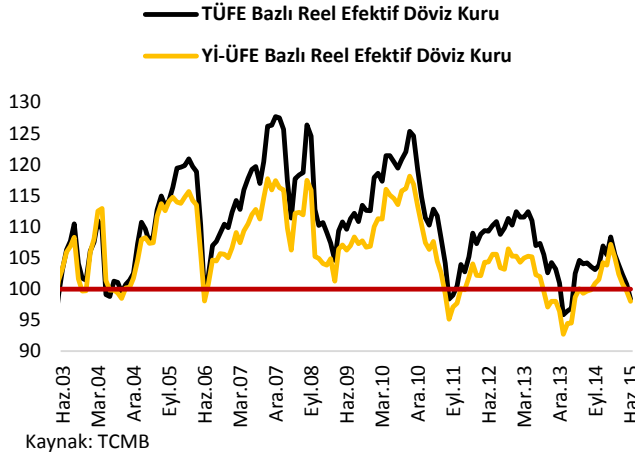
Haziran ayında gıda fiyatlarında yaşanan aylık bazdaki %3.03'lük sert düşüşün etkisiyle enflasyon da bir önceki aya göre %0.51 düşmüş ve böylece yıllık bazda da gerilemişti. Temmuz ayındaki fiyat gelişmelerine bakıldığında gıda fiyatlarında, Haziran ayındaki kadar olmasa da düşüşün devam etmesi olası görünüyor. Enflasyon içinde en yüksek ağırlığa sahip gıda fiyatlarındaki düşüş Temmuz ayında da enflasyonu olumlu etkileyecektir. İran ve batılı ülkeler arasında, İran'a yönelik yaptırımların azaltılmasına yönelik anlaşmanın ardından petrol fiyatlarındaki düşüş hızlandı. Bu anlaşmanın İran'ın petrol üretimini ve ihracatını artıracığı beklentileri zaten var olan arz fazlası endişelerini artırarak petrol fiyatlarındaki düşüşün hızlanmasına neden oldu. Bu durum yurtiçi enerji fiyatlarına da düşüş yönlü yansdı ve Haziran ayında enerji fiyatları bir önceki aya göre %0.17 düştü. Temmuz ayında enerji fiyatlarındaki düşüşün hızlanarak devam etmesi mümkün görünüyor. Bu bağlamda TCMB'nin de toplantının ardından yayımladığı notta belirttiği gibi Temmuz ayında hem enerji hem de gıda fiyatları enflasyonu düşüş yönlü etkileyebilir.



Geçen hafta hem yurtiçi hem de yurtdışı gelişmelerin etkisiyle TL'de hızlı bir değer kaybı yaşandı. Bu duruma müdahale etmek amacıyla TCMB, geçen hafta Cuma günü bir hafta vadeli döviz depo faiz oranının ABD doları için %3.5'ten %3'e indirilmesine karar verdi. TCMB dolar cinsi tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara uyguladığı faiz oranını ise %0.15'ten %0.21'e çıkardı. TCMB, zorunlu karşılıklara faiz vermeye Mayıs ayında başlamış ve faiz oranını %0.12 olarak belirlemişti. Haziran ayında kısa aralıklarla iki artırım yapan TCMB, söz konusu faiz oranını önce %0.14'e sonra da %0.15'e çıkarmıştı. TCMB'nin aldığı kararlar Cuma günü kurdaki yükselişi bir miktar hafifletmiş olsa da yükselişi engellemekte ise yetersiz kaldı.



Sonuç olarak TCMB, Temmuz ayında da faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Geçen ay TCMB gıda fiyatlarındaki kısmi düzeltmenin katkısıyla kısa vadede enflasyonun düşeceğinin öngörüldüğünü söylemişti. Nitekim Haziran ayında enflasyon gıda fiyatlarındaki sert düşüşün katkısıyla bir önceki aya göre %0.51 düşüş gösterdi. TCMB bu ay ise gıda fiyatlarının yanı sıra enerji fiyatlarındaki düşüşün de enflasyonu kısa vadede olumlu etkilediğini söyledi. Özellikle İran'a uygulanan yaptırımların kaldırılmasına yönelik sağlanan anlaşmanın ardından İran'ın petrol üretimini ve ihracatının artacağı beklentileriyle petrol fiyatlarında düşüş hızlandı ve bu durum yurtiçi benzin fiyatlarına da düşüş olarak yansdı. Böylece Haziran ayında aylık bazda çok sınırlı bir düşüş gösteren ulaştırma grubu fiyatlarının Temmuz ayında enflasyona daha yüksek düşüş yönlü katkıda bulunmasını bekliyoruz. Gıda fiyatlarının ise Haziran ayı kadar olmasa da Temmuz ayında da enflasyona olumlu katkısının devam etmesi olası görünüyor. TCMB'nin de belirttiği gibi önümüzdeki dönem para politikası kararlarında enflasyon görünümü belirleyici olmaya devam edecek. Enflasyonun yanı sıra enflasyon üzerindeki etkisi de göz önünde bulundurulduğunda TCMB'nin önümüzdeki dönem kararları açısından kurun hareketinin, Fed'in faiz artırımına ilişkin alacağı kararların ve hükümet kurulma sürecinin etkili olacağını düşünüyoruz. Hem gıda hem de enerji fiyatlarının katkısıyla enflasyonun Temmuz ayında da yıllık bazda düşmeye devam etmesi TCMB'nin elini kuvvetlendirebilecek olsa da, yurtiçi dinamikler TCMB'nin önümüzdeki dönemde de temkinli duruşunu sürdürmesine neden olabilir.



Geçmiş haftalarda hem Yunanistan'a ilişkin belirsizlikler hem de Çin'den gelen yavaşlama işaretlerinin ardından küresel ekonomiye ilişkin endişelerle Fed'in faiz artırımlarını Aralık hatta 2016 yılına erteleyeceği beklentileri oluşmuştu. Ancak sonrasında Yunanistan'da üçüncü kurtarma paketi üzerinde anlaşmaya varılması, ABD'de açıklanan veriler ve Fed Başkanlarının konuşmalarıyla beklentiler tekrar Eylül ayına çekildi. Fed'in faiz artırımına başlayacağı tarihe ilişkin olarak beklentilerin Aralık ayından yeniden Eylül ayına çekilmesi, enflasyonda baz etkisinin katkısının azalmasıyla Ağustos ayından itibaren yeniden yükseliş yaşanabilecek olması

ve yurtdışı dinamikler faizler üzerinde baskı oluşturuyor. Yukarıdaki grafikte de görülebileceği üzere gecelik libor oranları, faiz koridorunun üst bandının üzerinde hareket ediyor. Her iki faiz oranının geçmiş dönem hareketleri incelendiğinde bu durumun TCMB'nin önümüzdeki dönem faiz kararları açısından da önemli olduğunu düşünüyoruz. Piyasa faizlerinde yaşanan bu yükseliş TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti üzerinde de yukarı yönlü baskıya neden olabilir ve TCMB'nin önümüzdeki dönem faiz kararlarını da etkileyebilir. Ayrıca TL'nin dolar ve Euro karşısında son dönemde yaşadığı değer kayıplarının yanı sıra TL'nin dış ticaret yapılan ülke para birimleri karşısındaki değerini gösteren reel efektif döviz kurunun da 100 seviyesinin altına gerilemiş olması TL'de genel olarak bir değersizleşme olduğunu gösteriyor. TL'deki bu durum enflasyon üzerindeki kur yönlü baskıları artırırken TCMB'nin de faiz kararları üzerinde baskı oluşturuyor.

Haftalık Veri Takvimi (27-31 Temmuz 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
27.07.2015	Türkiye	Reel Kesim Güven Endeksi (Temmuz)	104.9	--
		Kapasite Kullanım Oranı (Temmuz)	%75.1	--
	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Haziran)	-%2.2	%3.0
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Temmuz)	-7.0	-4.0
	Euro Bölgesi	M3 Para Arzı (Haziran, y-y)	%5.0	%5.1
	Almanya	İFO İş Dünyası Güven Endeksi (Temmuz)	107.4	107.5
28.07.2015	ABD	S&P CaseShiller Konut Fiyat Endeksi (Mayıs, y-y)	%4.91	%5.20
		Hizmet PMI (Temmuz, öncül)	54.8	55.0
		Tüketici Güven Endeksi (Temmuz)	101.4	100
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Temmuz)	6	6
	İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Temmuz)	109.5	109
	İngiltere	GSYH (2. çeyrek, y-y)	%2.9	%2.6
29.07.2015	Türkiye	Konut Fiyat Endeksi (Mayıs)	181.79	--
		ABD	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı (Temmuz)	--
		Bekleyen Konut Satışları (Haziran, a-a)	%0.9	%1.1
	Fransa	Tüketici Güveni (Temmuz)	94	95
	İngiltere	M4 Para Arzı (Haziran, y-y)	%0.7	--
	Japonya	Perakende Satışlar (Haziran, a-a)	%1.7	-%0.9
30.07.2015	Türkiye	TCMB Enflasyon Raporu (2015 - III)	--	--
		ABD	GSYH (2. çeyrek, ç-ç)	-%0.2
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (2.çeyrek, ç-ç)	%0.8	--
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	255 Bin Kişi	--
	Euro Bölgesi	Tüketici Güveni (Temmuz)	-7.1	-7.1
	Almanya	TÜFE (Temmuz, y-y, öncül)	%0.1	%0.2
	Japonya	Sanayi Üretimi (Haziran, y-y, öncül)	-%2.1	%0.3
31.07.2015	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	-6.75 Milyar Dolar	--
		ABD	Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Haziran, öncül)	93.3
		Chicago PMI (Temmuz)	49.4	50.5
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Haziran)	%11.1	%11.0
	Fransa	ÜFE (Haziran, y-y)	-%1.7	--
	İtalya	İşsizlik Oranı (Haziran, öncül)	%11.1	%11.0
		TÜFE (Temmuz, y-y, öncül)	%0.2	%0.3
		ÜFE (Haziran, y-y)	-%2.7	--
	İngiltere	Tüketici Güveni (Temmuz)	7	5
	Japonya	İşsizlik Oranı (Haziran)	%3.3	%3.3
	TÜFE (Haziran, y-y)	%0.5	%0.3	