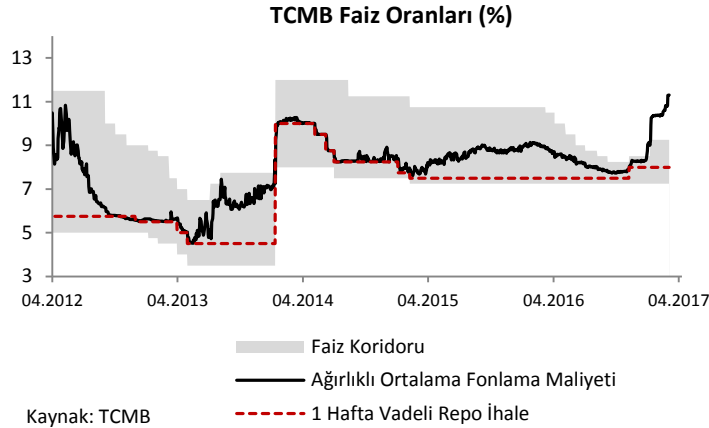


**TCMB, politika faiz oranını sabit tutarken, geç likidite penceresi borç verme faizini yükseltti.**

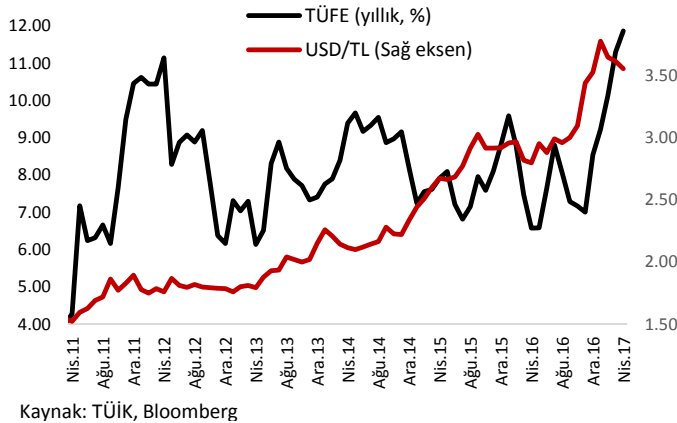
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 26 Nisan tarihli toplantısında politika faiz oranını sabit tutarken, geç likidite penceresi borç verme faizinde 50 baz puan artırım yaptı. Bu haftaki raporumuzda TCMB'nin Nisan ayı toplantısını değerlendireceğiz.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Nisan ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama faiz oranını %9.25, faiz koridorunun alt bandı olan Merkez Bankası borçlanma faiz oranını %7.25 ve politika faiz oranı olarak bilinen bir haftalık repo ihale faiz oranını %8 seviyelerinde sabit bıraktı. Ayrıca TCMB, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00-17:00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranını %0 seviyesinde sabit

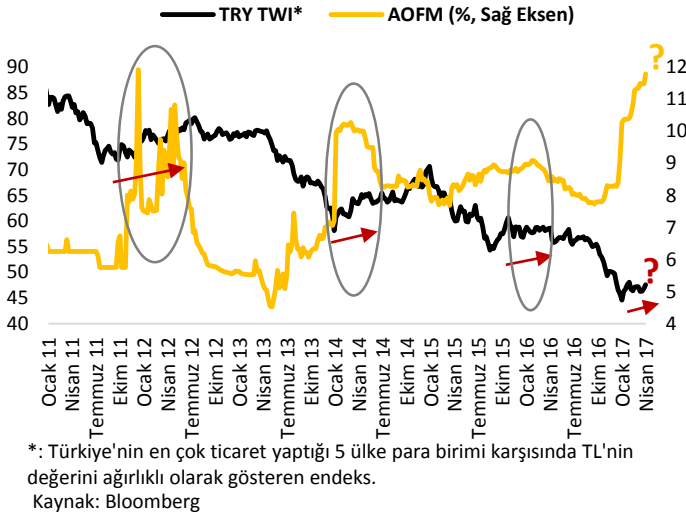
tutarken, borç verme faiz oranını ise %11.75'ten %12.25 seviyesine yükseltti.

TCMB Mart ayı notunda iki önemli nokta bulunuyor. Öncelikle, TCMB Mart ayı toplantısında iç talebin zayıf seyrettiğini belirtirken bu ayki notunda iç talebin kısmi bir iyileşme gösterdiğini belirtiyor. Ayrıca TCMB'nin iktisadi faaliyetlerin güç kazanmaya devam ettiğini belirtmesi, son dönemki piyasa beklentilerine de paralel bir şekilde ekonomik aktivite ve büyüme ile ilgili olarak daha olumlu bir bakış açısına kavuştuğuna işaret ediyor.



TCMB Mart ayı notunda döviz kurunun gecikmeli etkisinin işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi nedeni ile kısa vadede belirgin bir yükselişe neden olabileceğine değinmişti. Nisan ayı notunda ise kurların yarattığı gecikmeli etkiden veya enflasyonda belirgin bir yükseliş beklendiğinden bahsedilmiyor. Ancak TCMB Nisan ayı notunda, yakın dönemde risk iştahındaki artışın maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışında risk

oluşturabileceğine değiniyor. Öte yandan yılın ikinci enflasyon raporunu açıklayan TCMB'nin söz konusu raporda yılsonu enflasyon beklentisini %8'den %8.5'e çektiği dikkat çekiyor. Bu bağlamda, TCMB'nin bu ay temkinli davrandığı, 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerindeki yükselişi yani enflasyon oranındaki katılığı da göz önünde bulundurarak geç likidite penceresinde artırıma gittiği söylenebilir. TCMB, özellikle işlenmemiş gıdadan gelen baz etkisi ve döviz kurunun gecikmeli etkileriyle enflasyonun Nisan-Mayıs aylarında en yüksek seviyesine ulaşacağını, sonrasında ise enerji, alkol-tütün ürünleri ve gıda fiyatlarında 2016 yılındaki artışların yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin kademeli olarak azalmasıyla birlikte tüketici enflasyonunun düşeceğini öngörüyor. Önümüzdeki dönemde enflasyonda en yüksek seviyelerin Nisan ya da Mayıs ayında görülmesi sonrası düşmesi beklentisinin rasyonel olmasına karşın bu yıl Ramazan ayının Haziran ayı boyunca devam etmesi nedeniyle enflasyon oranında bir miktar katılık ile karşılaşılması ihtimali bulunuyor. TL'de sert bir değer kaybı olup olmadığı ile ilgili olarak ise Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (AOFM) ile TL'nin geçmiş dönemlerdeki ilişkisi en iyi göstergelerden biri olarak karşımıza çıkıyor.



Türkiye'nin ticaret ilişkisi içinde olduğu beş para birimi (dolar, euro, ruble, sterlin ve Japon yeni) karşısında Türk Lirası'nın ağırlıklı değerini gösteren bir endeks olan Ticaret Ağırlıklı TL Endeksi (TRY TWI)'nin AOFM ile yakından bir ilişkisi olduğu görülüyor. TRY TWI endeksinin TL'deki değer kaybına işaret ettiği dönemlerde AOFM'de yaşanan artışlar sonrasında söz konusu endeksin volatilitésinin azaldığı ve sakinleşme yaşadığı yani bir bakıma konsolide olduğu görülüyor. Ancak grafiğin geçmiş seyrine bakılırsa, AOFM'deki artışların geçici olması ve AOFM'nin tekrar aşağıya dönmesi ile beraber TRY TWI endeksinde yaşanan

konsolidasyonun bittiği ve sonra TL'nin tekrar değer kaybetmeye başladığı görülüyor. TL'de yaşanan değer kaybının sertleşmesi sonrası tepki olarak AOFM'nin yukarı çekilmesi tekrar belli bir süre konsolidasyon oluştuğunu gösteriyor. Kısaca TL ve AOFM'nin ilişkisine tarihsel olarak bakıldığında TL değer kaybı → AOFM'de artış → TL konsolidasyon → AOFM düşüş → TL değer kaybı döngüsünün yaşandığı görülüyor. Bu bağlamda, halihazırda yeni AOFM'nin tekrar en yüksek seviyeye gelmesi TL'de yeni bir konsolidasyon sürecinin ilk işareti olabilir. Geçmiş yıllarda TL'deki konsolidasyon süresinin 1-1.5 yıl arası sürdüğü göz önünde bulundurulursa AOFM yüksek kaldığı sürece konsolidasyonun bir süre daha devam etmesi beklenebilir. Eğer konsolidasyon önümüzdeki dönemde de geçtiğimiz yıllarda olduğu gibi devam ederse bu durum TL'de yeni bir değer kaybının yaşanmamasını sağlayabilir. Böylece enflasyon üzerindeki kur etkisinin yavaş yavaş sona ermesi ve enflasyonun yıl sonunda TCMB'nin hedeflediği seviyelere ulaşması söz konusu olabilir.

TCMB, Cuma günü açıkladığı 26 Nisan tarihli toplantı tutanaklarında tüketici kredileri ve Türk Lirası cinsinden ticari kredilerde 2017 yılının ilk çeyreğinde kaydedilen canlanmanın toplam talep ve iktisadi faaliyete ne ölçüde yansıtılacağına yakından takip edilmesi gerektiğini belirtiyor. Zira gerek sanayi üretimindeki seyir gerekse diğer öncüller büyümenin 1. çeyrekte 4. çeyreğe oranla bir miktar yavaşlamaya işaret ederken, Kredi Garanti Fonunun (KGF) piyasaya sağladığı desteğin özellikle Mart sonunda belirginleşmiş olması nedeniyle, söz konusu kredi artışlarının büyümeye yansımalarının 2017 yılının ikinci yarısına sarkması ihtimali yüksek görünüyor.

Sonuç olarak TCMB Nisan ayı toplantısında politika faiz oranı ile faiz koridorunun alt ve üst bandını sabit bırakırken, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde kullandığı borç verme faiz oranını 50 baz puan artırarak %11.75'ten %12.25 seviyesine yükseltti. TCMB geçtiğimiz aylarda aldığı faiz artırımını kararlarında kur kaynaklı gelişmelerin enflasyonda artış yaratmasının etkili olduğunu belirtmişti. Ancak döviz kurlarındaki volatilitenin son dönemde bir miktar azaldığı göz önünde bulundurulduğunda TCMB'nin faiz artırımına gitmesinin nedeni Nisan ayında baz etkisi nedeniyle yükselmesi beklenen enflasyon oranı ile uzun dönem enflasyon beklentilerindeki artışın dizginlemek olabilir. Ayrıca TCMB'nin Nisan ayı notunda büyümeye ve iktisadi aktiviteye dair görüşlerinin geçtiğimiz toplantıya kıyasla daha iyimser olduğu görülüyor. Daha önce TCMB'nin geç likidite penceresinde faiz artırımını yaptığı toplantılardan hemen sonra efektif fonlama maliyetini de artırdığını görmüştük. Ancak döviz kurlarının son dönemde daha sakin seyretmesi nedeniyle TCMB'nin, %11.50 seviyelerine yaklaşmış olan efektif fonlama maliyeti ile ilgili nasıl bir yol izleyeceği piyasalar tarafından yakından takip edilecek. Bu bağlamda, TCMB efektif fonlama maliyetini geç likidite penceresindeki faiz artışından hemen sonra artırmak yerine piyasa gelişmelerine göre daha sonraki dönemlerde kullanmayı tercih edebilir. Önümüzdeki dönemde döviz kurlarında ve yurtdışında yaşanacak gelişmeler ile enflasyon oranına dair beklentiler TCMB'nin karar alma süreçlerinde etkili olmaya devam edecektir.

## Haftalık Veri Takvimi (01 Mayıs – 05 Mayıs 2017)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
01.05.2017	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Mart)	%0.2	-%0.1	
		İmalat PMI (Nisan)	52.8	--	
		ISM İmalat (Nisan)	57.2	56.5	
	Japonya	İmalat PMI (Nisan)	52.8	--	
02.05.2017	Türkiye	İmalat PMI (Nisan)	52.3	51.7 (Açıklandı.)	
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Nisan)	56.8	56.8	
		İşsizlik Oranı (Mart)	%9.5	%9.5	
	Almanya	İmalat PMI (Nisan)	58.2	58.2	
	Fransa	İmalat PMI (Nisan)	55.1	55.1	
	İtalya	İmalat PMI (Nisan)	55.7	56.0	
		İşsizlik Oranı (Mart, öncül)	%11.5	%11.5	
	İngiltere	İmalat PMI (Nisan)	54.2	54.0	
		Bütçe Dengesi (Nisan)	-22.9 Milyar Euro	--	
		Japonya	Hizmet PMI (Nisan)	52.9	--
03.05.2017	Türkiye	TÜFE (Nisan, a-a)	%1.02	%1.20	
		ÜFE (Nisan, a-a)	%1.04	--	
	ABD	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı	--	--	
		ADP Özel İstihdam (Nisan)	263 Bin Kişi	175 Bin Kişi	
		Hizmet PMI (Nisan)	52.5	52.5	
			ISM Hizmet (Nisan)	55.2	55.8
	Euro Bölgesi	ÜFE (Mart y-y)	%4.5	%4.2	
		GSYH (1. çeyrek, ç-ç)	%0.4	%0.5	
		Almanya	İşsizlik Oranı (Nisan)	%5.8	%5.8
	04.05.2017	Türkiye	Reel Efektif Döviz Kuru (Nisan)	89.41	--
ABD		Dış Ticaret Dengesi (Mart)	-43.6 Milyar Dolar	-45.2 Milyar Dolar	
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	257 Bin Kişi	248 Bin Kişi	
		Fabrika Siparişleri (Mart)	%1.0	%0.4	
		Dayanıklı Mal Siparişleri (Mart)	%0.7	%0.7	
Euro Bölgesi		Hizmet PMI (Nisan)	56.2	56.2	
		Perakende Satışlar (Mart, y-y)	%1.8	%2.1	
		Almanya	Hizmet PMI (Nisan)	54.7	54.7
		Fransa	Hizmet PMI (Nisan)	57.7	57.7
		İtalya	Hizmet PMI (Nisan)	52.9	53.6
İngiltere	Hizmet PMI (Nisan)	55.0	54.5		
	M4 Para Arzı (Mart, y-y)	%5.7	--		
05.05.2017	ABD	Tarımdışı İstihdam (Nisan)	98 Bin Kişi	190 Bin Kişi	
		İşsizlik Oranı (Nisan)	%4.6	%4.5	