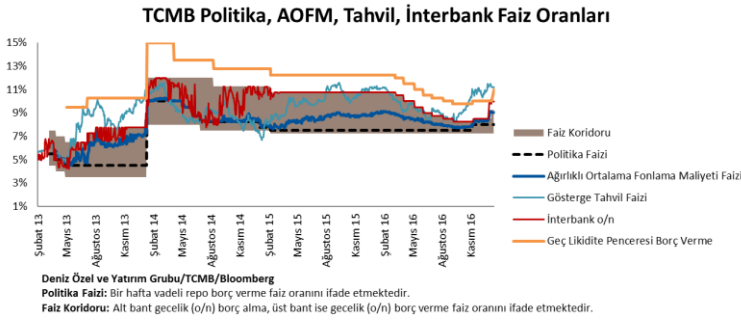


# Genel Değerlendirme Notu

## TCMB: Temkinli Duruş Parasal Sıkılaştırma Olurken...

Sayı: 35

Orkun GÖDEK  
DenizBank  
Deniz Özel ve Yatırım Grubu  
Yönetmen  
Düzyey 3  
Türev Araçlar  
Kredi Derecelendirme  
Kurumsal Yönetim Der.  
[orkun.godek@denizbank.com](mailto:orkun.godek@denizbank.com)  
+90 212 348 51 60  
İSTANBUL



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından Ocak ayı olağan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı gerçekleştirildi.

Buna göre;

- Marjinal fonlama oranı yüzde 8.50'den yüzde 9.25'e yükseltilmiş,
- Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 7.25 düzeyinde sabit tutulmuş,
- Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 8.00 düzeyinde sabit tutulmuş,
- Geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasasında gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 0 düzeyinde sabit tutulurken, borç verme faiz oranı ise yüzde 11 seviyesine yükseltilmiştir.

# Genel Değerlendirme Notu

## Bir Önceki Aya Göre Değişim

Merkez Bankası tarafından yayımlanan Ocak ayı PPK toplantı sonuç metninde faiz koridorunun üst bant faiz oranında ve geç likidite penceresinin borç verme faiz oranında yukarı yönde revizyona gidildiği belirtildi. Gerekliğinde ek parasal sıkılaştırma yapılabileceğinin altı çizilirken, enflasyon & talep ilişkisi ve iktisadi büyümeye dair değerlendirmelerde bulunuldu.

### Aralık :

- Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetin yılın üçüncü çeyreğinde ivme kaybettikten sonra dördüncü çeyrekte kısmi bir toparlanma sergilediğine işaret etmektedir. Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir.
- Yakın dönemde küresel belirsizliklerdeki artışa bağlı olarak yaşanan döviz kuru hareketleri ve petrol fiyatlarındaki yükseliş enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, toplam talep gelişmeleri bu etkileri sınırlamaktadır.
- Kurul, bu faktörlerin net etkilerinin daha sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından, gelişmelerin yakından takip edilmesinin faydalı olacağını ifade etmiştir.
- Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek para politikasındaki temkinli duruş sürdürülecektir.

### Ocak :

- Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetin kısmi bir toparlanma sergilediğine işaret etmektedir. İç talep görelisi olarak daha zayıf seyrederken Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir.
- Toplam talep gelişmeleri enflasyona düşüş yönünde katkı vermektedir. Bununla birlikte, son Kurul toplantısından bu yana döviz kurlarında gözlenen aşırı hareketlilik enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkisi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle kısa vadede enflasyondaki belirgin yükselişin devam edebileceği öngörülmektedir. Bu çerçevede Kurul, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar vermiştir.
- Merkez Bankası fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir.
- Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir. Ayrıca, döviz piyasasında iktisadi temellerle uyumlu olmayan sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi halinde likidite araçları ile gerekli tedbirler alınacaktır.

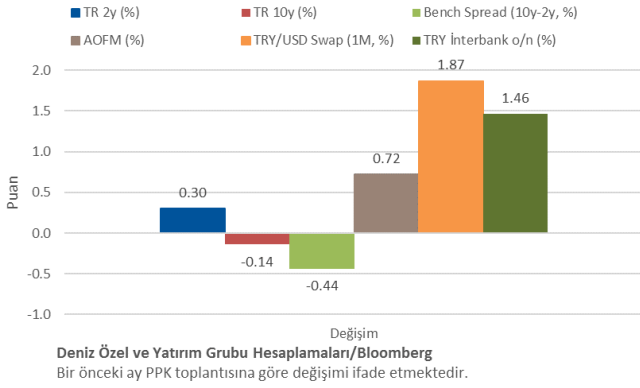
Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

2



# Genel Değerlendirme Notu

## Düşüncemiz

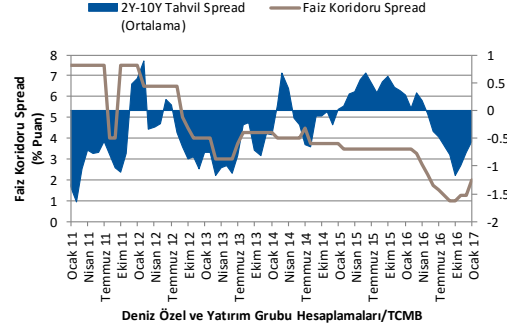
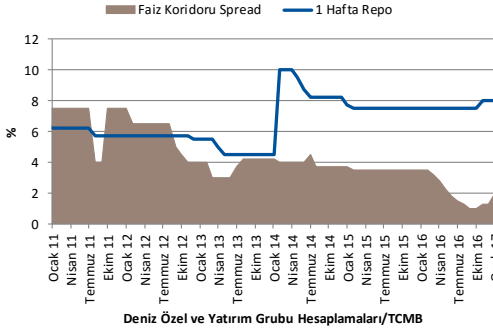


Merkez Bankası tarafından Ocak ayı PPK toplantısında politika faiz oranları olarak kullanılan araç setinin bir kısmında yukarı yönlü revizyona gidildi. Faiz koridorunun üst bandında ve geç likidite penceresinin borç verme faiz oranında artış yapılırken, haftalık repo faiz oranı ve faiz koridorunun alt bandında ise nötr duruşun korunduğu görüldü.

**Kamuoyuna açıklanan PPK toplantı sonuç metninde bir önceki aya göre kullanılan dilin şahinleştiği düşüncesindeyiz.** Aralık ayında tercih edilen “temkinli duruş” ifadesi Ocak ayı ile birlikte “ilave parasal sıkılaştırma” kavramı ile değiştirildi.

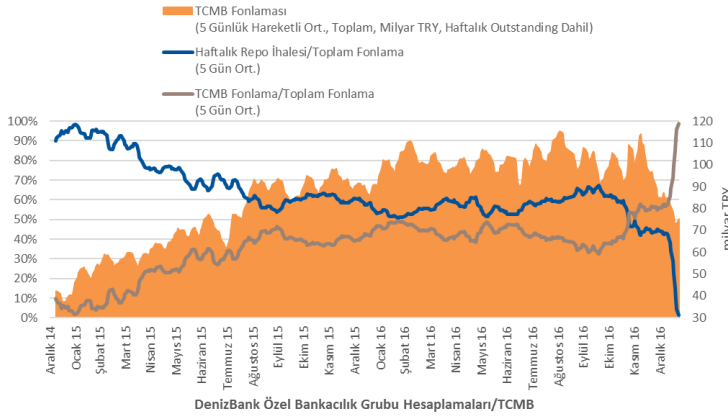
**Toplantı metninden yaptığımız çıkarımlara göre para politikasına karar verenler iktisadi faaliyetin kısmi bir toparlanma gösterdiğini düşünüyorlar.** Buradan hareketle politika faiz oranlarında yukarı yönde ciddi anlamda revizyona gidilmek istenmediğini anlayabiliyoruz. Zira toparlanma üçüncü çeyrekte takip edilen eksi büyümenin ardından öncü göstergelere göre kırılğan duruşunu koruyor. Öte yandan enflasyon ve düşük talep arasındaki ilişkinin de altı bir kez daha çiziliyor. Geçtiğimiz günlerde Merkez Bankası çalışanları tarafından yapılan değerlendirmelerde düşük talep dönemlerinde kur geçişkenliğinin enflasyon üzerinde daha önceki hesaplamalar dahilinde gerçekleşmeyebileceği, şiddetinin düşük olabileceği şeklinde fikir beyan edilmişti. Bahse konu değerlendirmenin Ocak ayı PPK toplantısında da kendisine yer bulduğunu görüyoruz.

# Genel Değerlendirme Notu



PPK toplantısı öncesinde farklı zaman dilimleri içerisinde yaptığımız değerlendirmelerimizde **“belirsizlik dönemlerinde faiz koridorunun genişletilmesi gerektiği”** şeklinde fikir beyan etmiştik. Bugün karşılaştığımız resmin bu kapsamda dikkate alınması gerektiğini belirtmek isteriz. Ocak ayı ile birlikte faiz koridorunun yeniden 200bp düzeyinde spreade sahip olduğunu görmekteyiz. Böylece Haziran 2016 döneminde gerçekleşen 175bp seviyesinin ardından en yüksek spread söz konusu.

TCMB Fonlama Dağılımı Günlük Kompozisyon, Toplam Fonlama Rakamı

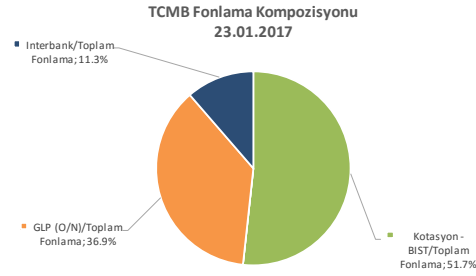
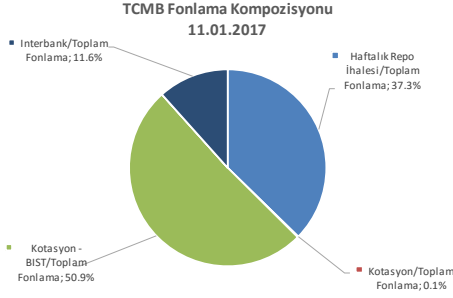


Merkez Bankası tarafından alınan tedbirlerin **“koşullar dahilinde atılabilecek en uygun adım”** olduğu düşüncesindeyiz. İktisadi faaliyet ve kur oynaklığının bir arada düşünülme zorunda olduğu dönem içerisinde Geç Likidite Penceresi üzerinden yapılabilecek ek parasal sıkılaştırma mesajının önemli olduğu kanaatindeyiz.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

4

# Genel Değerlendirme Notu



11 Ocak tarihinden bu yana alınan ek tedbirler kapsamında TL karşılığı döviz depo işlemler vasıtasıyla 1.7 milyar dolar düzeyinde ek likidite imkanı sağlanırken, ağırlıklı ortalama faiz oranında “de facto” 70-80bp kadar faiz maliyet artışına gidildi. Sisteme dahil bankalara kullanılan paranın fonlama kanalı ciddi anlamda değiştirilirken, haftalık repo ihaleleri iptal edildi. **Bugün alınan karar ile birlikte haftalık repo faiz oranında revizyon yapılmamasını “mevcut koşullar sürdükçe” repo ihalesi açılmayacağı şeklinde yorumluyoruz. Yerel para biriminde değer kaybının sürmesi ve volatilitenin artması senaryosunda ise fonlama maliyeti 200bp kadar daha artırılabilir. Söz konusu ihtimalin ciddi bir mesaj niteliği taşıdığı ancak TL’de kalıcı değerlenme yaratacak güçte olmadığını düşünmek mümkün. Bu kapsamda volatilitenin azaltılması ve açığa satışların zorlaştırılması ihtimali ise korunuyor.**

Gelecek dönem içerisinde Türk lirası çapraz fiyatlamalarının geleceği açısından en yakın konu başlığı olarak karşımıza Cuma günü yapılması beklenen FITCH kredi notu değerlendirmesi çıkmakta. Aradaki süre zarfında TL’nin yatay bant işlemlerine sahne olmasını ve getiri eğrisinin yatay eğilimini korumasını bekliyoruz. Şayet uzun vadeli faizlerin –gösterge 10y vadeli kıymet- yüzde 11 seviyesini aşağı yönde fiyatladığını göreceğimiz olursak TL’nin değer kazanması senaryolarında önemli kazanımlar gündeme gelebilir.

# Genel Değerlendirme Notu

## UYARI NOTU

Bu e-posta, varsa ekleri ve içerdiği bilgiler, özeldir ve gizlidir, yalnızca gönderildiği belirtilen kişi/kişilerin kullanımı içindir. Bu e-postanın, alıcısı dışında başka bir kişi tarafından ve belirtilen amaç dışında okunması kopyalanması, yönlendirilmesi ve kullanılması yasaktır. Bu mesaj ve eklerinin tarafınıza yanlışlıkla ulaşmış olması durumunda lütfen mesajı gönderen kişiyi haberdar ederek bize ulaşın, gizliliğini koruyun ve hiçbir şekilde saklamayın. Mesajı gönderen kişinin veya DenizBank A.Ş. ve iştiraklerinin, yetkisiz kişilerce erişilen ve/veya içeriği bozulan mesajlar veya bu mesajların içerdiği bilgiler ile ilgili herhangi bir sorumluluğu ve yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu doküman DenizBank A.Ş. tarafından bilgilendirme amaçlı hazırlanmış olup, burada yer alan her türlü bilgi ve değerlendirme, hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan halka açık yayın/yayım kaynaklarından elde edilerek derlenmiştir ve yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır. DenizBank A.Ş. ve iştirakleri, bu bilgilerin doğruluğunu ve yeterliliğini hiçbir şekilde garanti etmemektedir. Bu dokümanda belirtilen ürünler çeşitli oranlarda risklere tabidir. Piyasada oluşacak fiyat hareketleri sonucu para kaybı yaşanabilecektir. Yabancı para cinsinden yapılan işlemlerde kur riskinin olduğunu, kur dalgalanmaları nedeniyle Türk Lirası/Yabancı Para bazında değer kaybı olabileceği, devletin yabancı sermaye ve döviz hareketlerini kısıtlayabileceği, ek ve/veya yeni vergiler getirebileceği, alım-satım işlemlerinin zamanında gerçekleşmeyeceği bilinmelidir. Tanıtılan ürünler, belli bir yatırımcının hedefleri, mali durumu ya da gereksinimleri dikkate alınmadan hazırlanmıştır, bu nedenle mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu dokümandaki bilgilere dayanılarak alınacak yatırım kararlarının sonuçlarından, burada yer alan bilgi, değerlendirme ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan hukuki açıdan müşteri sorumludur. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım ürünleri; mevduat olmayıp, Denizbank A.Ş., ve diğer ilgili kuruluşların ya da Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun teminatı, garantisi, sigortası ya da herhangi bir yükümlülüğü altında değildir. Yatırım ürünleri, Devlet güvencesi altında değildir. Anaparanın yitirilmesi dahil çeşitli yatırım riskleri içerebilir. Yatırım ürünlerinin geçmişteki performansları, gelecekteki performanslarının göstergesi değildir. Fiyatlar düşebilir ya da yükselebilir. Döviz cinsinden yatırım ürünleri, dövizdeki muhtemel dalgalanmalar nedeniyle anapara kaybı da dahil kur risklerine maruz kalabilir. Yorumların müşteri tarafından nihai değerlendirmesinde orijinal metnin dikkate alınması esastır. Ürünler ile ilgili soru veya şikayetlerinizi iletmek için 444 0 801 Önce Müşteri Hattı'nı arayabilir ya da www.denizbank.com adresinden bize ulaşabilirsiniz.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

6



**SBERBANK**

DenizBank bir Sberbank Grubu kuruluşudur.

**DenizBank**

**ÖZEL BANKACILIK**