

# Portföy Yönetimi

## Makro Bülten

### TCMB faiz indirebilir mi?

23/03/2016

### Parasal sadeleştirme ne anlama gelmektedir?

TCMB yarın merakla beklenen PPK toplantısını gerçekleştirecek. Bu toplantı bilindiği gibi Başkan Erdem Başçı'nın (Nisan'da yeniden atanmaması durumunda) katılacağı son PPK toplantısı olması açısından tarihi bir anlam içeriyor. Ancak PPK toplantısının merakla beklenmesinin nedeni içerdiği bu tarihi anlamdan ziyade, son dönemde artan risk iştahı (son iki gündür kesintiye uğramış olsa da) nedeniyle TCMB'nin faiz koridorunun üst bandı olan gecelik borç verme faizinde bir indirim yapabileceği ihtimalinden kaynaklanıyor. Reuters anketinde ağırlıklı beklenti olmasa da, 26 katılımcıdan 7'si faiz koridoru üst bandında 25-50 baz puanlık bir indirim bekliyor. Bir katılımcı ise üst bantta 25 baz puan indirim ile beraber haftalık repo faizinde 25 baz puanlık bir artırım bekliyor. Biz ilgili ankette beklentimizi faizlerde bir değişiklik olmayacağı şeklinde paylaşmış olsak da, bu raporumuzda faiz koridoru üst bandında bir indirim ihtimalini değerlendirmek, başka bir ifadeyle indirimin ne şekilde gerçekleşebileceğini düşündüğümüzü sizlere iletmek istiyoruz.

Serkan Gönençler

[serkan.gonencler@unluco.com](mailto:serkan.gonencler@unluco.com)

Tel: +90 212 367 3832

**İletişim:**

Demet Kardeş

[demet.kardes@unluco.com](mailto:demet.kardes@unluco.com)

Tel: +90 212 367 3831

### Tek başına üst bant indirimini çok olası görmüyoruz

Bunun nedeni, çekirdek enflasyonun çift haneye yakın olduğu ve enflasyon beklentilerinin hedefin oldukça üzerinde (%2-3 puan) seyrettiği bir ortamda, TCMB'nin böyle bir indirimi nasıl bir ekonomik gerekçeye dayandırabileceği sorusunun cevabını bulamıyor oluşumuz. Ancak TCMB daha önce de dile getirdiği üzere, volatilitedeki azalışa bağlı olarak parasal sadeleştirme planını devreye soktuğunu belirtebilir. Sadece üst bantta yapılacak bir indirim de parasal sadeleştirme olmayacaktır. TCMB gerçekten volatilitenin kalıcı olarak azaldığını düşünüyorsa ve daha önce de belirttiği gibi kademeli olarak parasal sadeleştirme yapacaksa, yarınki toplantıda örneğin gecelik borç verme faizini 50 baz puan indirirken, haftalık repo faizini 50 baz puan arttırabilir.

Bunun sonucu olarak faizler yarın %10,25 - %8,0 - %7,25 olarak oluşur ve faiz koridoru daralırken, koridorun asimetrisi de azalır. Volatilite düşük kalmaya devam ettiği takdirde de, TCMB bir sonraki toplantıda faizleri %9,75 - %8,50 - %7,25 seviyelerine getirerek hem dar, hem de tam simetrik faiz koridoru hedefini gerçekleştirmiş olur.

TCMB alternatif olarak, parasal sadeleştirmeyi kademeli bir şekilde iki seferde yapmaktansa, tek seferde (yarınki toplantıda daha agresif faiz kararları ile) de gerçekleştirebilir, ancak içinde bulunduğumuz belirsizlik ortamında bu derece agresif bir hareket küçük bir olasılık olarak duruyor.

### “Parasal sadeleştirme” ne anlama geliyor?

Peki, TCMB parasal sadeleştirme ile yani faizleri bu seviyelere (ya da buna yakın seviyelere) çekerek ne amaçlamaktadır?

Parasal sadeleştirme sonrası haftalık repo faizinin artmış olması sayesinde, TCMB piyasayı fonlamasını büyük ölçüde (hatta tamamen) haftalık repo ihaleleri ile yapacak, böylece fonlama maliyeti ile politika faizindeki farklılaşma ortadan kalkabilecektir. Ancak daha önemlisi, fonlamanın tamamının ya da tamamına yakınının haftalık repo faizinden sağlanmasına bağlı olarak, halihazırda faiz koridorunun üst bandına yakın seyreden kısa vadeli piyasa faizlerinin (bankalararası gecelik faiz, repo faizi, vb.) de bir süre sonra haftalık repo faizine yakınsaması amaçlanmaktadır.

Özetle, haftalık repo faizinde bir artış ilk bakışta bir parasal sıkılaştırma gibi dursa da, burada amaçlanan piyasa faizlerinin aşağı çekilmesi yoluyla bir parasal gevşeme sağlamaktır. TCMB'nin de parasal sadeleştirmeyi ancak volatilitede kalıcı bir iyileşme olması durumunda devreye sokacağını belirtmesi de bunun bir kanıtı olarak görülebilir.

### Parasal sadeleştirme ile para politikası gerçekten basitleşecek mi?

21 Mart günü yayınladığımız “Merkez bankası faizinin ekonomideki işlevi nedir?” başlıklı raporumuzda “TCMB haftalık repo faizi, TCMB ortalama fonlama maliyeti, TCMB gecelik borç verme faizi, BIST gecelik repo/ters repo faizi, bankalararası gecelik faiz ve swap faizi” gibi birçok faizin olduğu bir ortamda, aktarım mekanizmasının hangi faiz ya da faizler kanalıyla çalıştığının belirsiz olduğunu, bunun da para politikasında karmaşa yarattığını belirtmiştik. Ayrıca tüm kısa vadeli faizler ile mevduat ve kredi faizleri arasında belirgin bir ayrışma olduğunu, bunun da aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin sorunlar olduğu anlamına geldiğini belirtmiştik.

TCMB “parasal sadeleştirme” planını gerçekleştirirse de, biz şu soruların cevabını vermekte halen zorlanıyoruz:

- Kısa vadeli piyasa faizleri haftalık repo faizine yaklaşacak mı?
- Enflasyon beklentileri iyileşmeden kredi ve mevduat faizleri kısa vadeli faizlerdeki (suni) düşüşe bağlı olarak gerileyecek mi?

Özetle, aktarım mekanizmasının hangi faiz kanalıyla çalışacağı ya da faizlerdeki düşüşün ekonomiye gerçekten yansıyor yansımayacağı belirsizliğini koruduğu sürece, “parasal sadeleştirmenin” para politikasında pratikte bir basitleştirme anlamına geleceği konusunda şüpheliyiz.

Ayrıca, para politikasının karmaşıklığı sadece faizlerin çokluğundan da kaynaklanmamaktadır. TCMB farklı faiz uygulamaları dışında farklı vadelerde mevduat için farklı zorunlu karşılık (ZK) oranları ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) kapsamında farklı dilimler için farklı dövize dönüştürme katsayıları (ROK) belirleyerek piyasanın likidite ihtiyacını etkilemektedir. Bunlar da para politikasının karmaşıklığını iyice arttırmaktadır. Raporumuzun sonunda “EK” bölümünde TCMB'nin websitesinden zorunlu karşılık ve rezerv opsiyon mekanizması uygulamalarına ilişkin detaylı açıklamasını yayınlıyoruz. Bu açıklamanın para politikasındaki karmaşıklığı gösterdiğini düşünüyoruz.

**EK: TCMB Zorunlu Karşılık ve Rezerv Opsiyon Mekanizması Uygulamaları (TCMB websitesinden)**  
<http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK>

Zorunlu karşılıklar bir para politikası aracıdır. Merkez Bankası, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren uygulamaya başladığı yeni strateji çerçevesinde, söz konusu dönemde enflasyon görünümünün olumlu seyretmesinin de sağladığı imkân dâhilinde, makro finansal risklerin azaltılabilmesine yönelik politikalar geliştirmiştir. Bu doğrultuda, temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıklar aktif bir şekilde kullanıma sokulmuştur.

Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir cuma günü itibarıyla hesaplanır. Bankaların ve finansman şirketlerinin, tabi oldukları muhasebe standartları ve kayıt düzeni esas alınarak, yurt dışı şubelerinin yükümlülükleri dâhil, Merkez Bankasına, Hazineye, yurt içi bankalara ve uluslararası anlaşmayla kurulmuş olan bankaların Türkiye'deki merkez ve şubelerine olan yükümlülükleri hariç olmak üzere, aşağıda belirtilen bilanço kalemleri zorunlu karşılığa tabi Türk lirası ve yabancı para yükümlülüklerini oluşturur.

- Mevduat/katılım fonu.
- Repo işlemlerinden sağlanan fonlar.
- Kullanılan krediler (Hazine garantisiyle sağlananlar hariç).
- İhraç edilen menkul kıymetler (net).
- Sermaye hesaplamasına dâhil edilmeyen borçlanma araçları.
- Yurt dışı merkeze yükümlülükler (net).
- Kredi kartı ödemelerinden borçlar.
- Müstakrizlerin fonları.

Bu yükümlülüklerin tabi olduğu zorunlu karşılık oranları aşağıdaki gibidir:

**Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

**Türk Lirası**

Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya ve 3 aya kadar (1 ay ve 3 ay dâhil) vadeli	11,5
- 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli	8,5
- 1 yıla kadar vadeli	6,5
- 1 yıl ve daha uzun vadeli	5
<b>Müstakrizlerin Fonları</b>	11,5
<b>Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)</b>	<b>Oranlar</b>
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	11,5
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	8
- 3 yıldan uzun vadeli	5

**Yabancı Para**

Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar	
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	13	
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli	9	
<b>Müstakrizlerin Fonları</b>	13	
<b>Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)**)</b>	<b>Mevcut Yük. İçin Oranlar(*)</b>	<b>Yeni Yük. İçin Oranlar(*)</b>
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	20	25
- 2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	14	20
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	8	15
- 5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	7	7
- 5 yıldan uzun vadeli	6	5

(\*) Yeni oranlar, 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yükümlülüklerle 23 Ekim 2015 tarihli tesis döneminden itibaren uygulanacaktır. 28 Ağustos 2015 tarihi itibarıyla mevcut yükümlülüklerle vadeleri sonuna kadar mevcut oranların uygulanmasına devam edilecektir.

(\*\*) Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu yükümlülüklerinin tamamına yeni yükümlülükler için belirlenen oranlar uygulanacaktır.

Ancak, kaldıraç oranı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ'de belirlenen oranların altına inen bankalar için zorunlu karşılık oranı Tebliğ'de belirlenen ilaveye tabidir.

Zorunlu karşılıkların tesisi, yükümlülük hesaplama tarihini izleyen iki hafta sonraki Cuma günü başlar ve 14 gün sürer. Zorunlu karşılıklar esasen, Türk lirası yükümlülükler için Türk lirası olarak, yabancı para yükümlülüklerde ise ABD doları cinsinden olan kısmı için ABD doları, kalan kısmı için ise ABD doları veya euro olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasındaki hesaplarda tesis edilmektedir.

Ancak, Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların; en fazla yüzde 60'ı ABD doları cinsinden, en fazla yüzde 30'u standart altın cinsinden, aşağıdaki tabloda belirtilen dilimlere denk gelen karşılıkların hizalarında gösterilen katsayılar ile çarpılmak suretiyle bulunan toplam tutarı üzerinden bloke hesaplarda tesis edilebilir. Yabancı para yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken kısmının tamamına kadarki standart altın cinsinden bloke hesaplarda tesis edilebilir.

<b>Döviz İmkân Dilimleri (%)</b>	<b>Katsayı</b>
0-30	1,00
30-35	1,50
35-40	1,90
40-45	2,30
45-50	2,70
50-55	3,10
55-56	3,90
56-57	4,10
57-58	4,30
58-59	4,50
59-60	4,70

## Uyarı Notu:

ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) tarafından yetkilendirilmiş ve regüle edilmiş bir kurumdur. Bu rapor bilgi amaçlı olarak hazırlanmış olup içeriğindeki bilgiler kesinlikle gizli olarak kabul edilmelidir. Hiçbir şekilde kısmen ya da tamamen çoğaltılamaz, kopyalanamaz, amacı dışında kullanılamaz ve içeriğinde yer alan hiçbir bilgi üçüncü kişiler ile ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş.’nin ön izni olmadan hiçbir şekilde paylaşılamaz. Bu raporda yer alan bilgiler eksiksiz olduğu iddiasında değildir ve değişikliğe uğrayabilir. Bu rapor, şahsi tavsiye niteliği taşımamakta ve herhangi bir finansal ürünün, hizmetin, yatırım aracının veya menkul kıymetin alım-satım teklifi ya da daveti anlamına gelmemektedir. Burada yer alan yatırımlar ve stratejiler tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Yatırımcılar, bu raporda yer alan tüm hususlara ilişkin olarak gerekli araştırmaları bizzat kendileri gerçekleştirmeli ve görüşlerini kendi araştırmalarına dayandırmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır ve herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize de uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi, beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özeni göstermelisiniz. Burada yer alan görüşlere güvenerek işlem yapmanız durumunda uğranılacak zararlardan ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.