



## TCMB Faiz Artırdı mı Artırmadı mı?

TCMB dün faizleri değiştirmeden faizleri artırdı. Hayır, yanlış okumuyorsunuz. Anlaşılması kadar yazması da zor olan, bir çok olasılığı içeren bu politika değişikliği kısa vadede TL'yi destekleyebilir, ama kısa vadeli tahviller için olumsuz. Bunun ne ölçekte olacağını ise uygulama belirleyecek.

Öncelikle TCMB'nin ne yaptığını anlatmak gerekiyor. Bu kısım biraz teknik olacak, arzu eden yatırımcılarımız bu iki paragrafı atlayıp son paragrafa devam edebilirler. TCMB dün aslında faiz koridorunu (%3,5-%7,75), politika faizini (%4,5) ve piyasa yapıcısı bankaların TCMB'den borçlanmak için kullandıkları faizi (%6,75) değiştirmede. TCMB'nin tek yaptığı aylık repo ihalelerine son vermek oldu. Bu çok basit değişiklik aslında içinde bir fırtına barındırıyor, zaten piyasada dünden beri yaşanan bütün gürültü de bundan.

TCMB çok uzun bir süredir piyasadaki likidite açığını kendisi kapatıyor, yani bankalar likidite konusunda TCMB'ye bağımlılar. Kabaca TCMB aylık vadede 14 mlr, haftalık vadede 10 mlr, gecelik repo ile de 16 mlr TL veriyor. İşte bu vade dağılımının hangi oranlar ile eşleştiği kritik. Aşağıdaki tabloda bundan sonrası için olası senaryoları basitleştirerek özetledik (Şu anki durum için normal gün uygulaması olduğunu kabul ettik). Özetle TCMB aylıktan boşa çıkan 14 mlr TL'lik ihtiyacı hangi vadeye yönlendirecek sorusunun yanıtı, ortalama fonlama maliyetini seyrini belirleyecek. Ancak görüldüğü üzere teorik olarak gecelik reponun %7,75'e kadar çıkması olasılığı var, yine de TCMB'nin bunu uzun süre bu seviyede götüreceğinden şüpheliyiz. Bu nedenle ara ara yükselse dahi baz senaryo olan %6,5 civarındaki fonlama maliyetinin etrafındaki dalgalanmayı daha olası görüyoruz. Bu da bugüne göre en az 20 baz puan civarında bir sıkılaştırma demek.

	Fonlama Vadesi	mlr TL	Oran (%)
Şu anki durum	Aylık	14	7,20
	Haftalık	10	4,50
	Gecelik	16	6,75
	<b>Ort. Fonlama Maliyeti</b>		<b>6,35</b>
Yeni durum: Baz Senaryo	Aylık		7,20
	Haftalık	10	4,50
	Gecelik - PY	20	6,75
	Gecelik - Tavan	10	7,75
<b>Ort. Fonlama Maliyeti</b>		<b>6,44</b>	
Yeni durum: Haftalık repo azaltılırsa	Aylık		7,20
	Haftalık	5	4,50
	Gecelik - PY	20	6,75
	Gecelik - Tavan	15	7,75
<b>Ort. Fonlama Maliyeti</b>		<b>6,84</b>	
Yeni durum: Haftalık repo sifirlanrsa	Aylık		7,20
	Haftalık		4,50
	Gecelik - PY	20	6,75
	Gecelik - Tavan	20	7,75
<b>Ort. Fonlama Maliyeti</b>		<b>7,25</b>	
Yeni durum: Hergün EPS uygulanrsa	Aylık		7,20
	Haftalık		4,50
	Gecelik - PY		6,75
	Gecelik - Tavan	40	7,75
<b>Ort. Fonlama Maliyeti</b>		<b>7,75</b>	

### Gelelim TCMB kararlarının TL ve faize yansımalarına.

Öncelikle fonlama maliyeti kısa vadeli tahviller üzerindeki en etkili faktör. Fonlama maliyetinin artması kısa vadeli tahvillerde faiz artışına yol açacak. Öte yandan bu durum, enflasyon ile mücadele olarak da görülebileceğinden uzun vadeli tahviller açısından olumlu. Dış piyasaların izin vermesi durumunda 10 yıllık tahvil faizinde düşüş görebiliriz. Bu durumda verim eğrisinin oldukça düz bir şekle bürünmesi de kaçınılmaz olacak.

### Faizin artması kuşkusuz TL'nin son dönemde iyice azalan cazibesini artıracaktır.

Zaten bu algılamaya ile dün USDTRY kurunun 2,00 seviyesine doğru düştüğünü gördük. Hatırlayacağınız üzere TCMB'nin TL'ye değer kazandırmak için bir takım adımlar atacağını tahmin ediyor ve en azından yıl sonuna dek TL'de değer kazancı beklediğimizi ifade ediyorduk. **Şimdilik TCMB'nin elini gösterdiğini, bundan sonraki dönemde yine global faktörlerin belirleyici olacağını düşünüyoruz.** Yurtdışı da destekler ise kurda yılı 2,00 seviyesi altında bitireceğiz. Ancak yurtdışının tekrar bozulması durumunda TCMB'nin ne kadarlık bir sıkılaştırma yaptığı konusunda unutsak da olur.

### Yurtdışı tekrar bozulur mu? Bu gayet mümkün, hatta bu akşam yayınlanacak FED toplantı tutanakları buna vesile olabilir.

Her ne kadar FED Başkan adayı Yellen'in Perşembe günü ABD Senatosu'nda yaptığı konuşma gayet olumlu ve yumuşak olsa da diğer FOMC üyelerinin neyi tartıştıklarını görmemiz gerek. Tahvil alımlarının bir an önce azaltılmasını savunan kanatın güçlendiğini görür isek bu piyasalarda tekrar bozulma göreceğiz demek. Ama tersine, üyeler durumdan memnun değillerse tahvil alımlarına en azından Mart ayına dek

devam edileceği beklentisi ve fiyatlaması artık ayyuka çıkar.

**Buraya kadar takip etmekte zorlanmayan yatırımcılarımıza bir de ara beklenti sunalım:** Üyeler tahvil alımlarını bitirmeyi tartışmış, ama faiz artırımını için daha önce “işsizlik oranının %6,5’in altına gelmesi gerek” diye öne sürdükleri şartı, mesela %5’e çekmeyi de düşünmüş olabilirler. Bu durumda önce satış, sonra “faiz çok daha uzun bir süre artmayacak” beklentisi ile uzun soluklu bir alış görürüz.

**Gerek yurtdışı gerekse de yurtiçindeki kısa vadeli olasılıkları böylece gayet net(!) özetledikten sonra tekrar TCMB’ye dönelim.** Evet, kısa vade için olumsuz değiliz, ancak ve ancak gene iki soru işareti var kafamızdan silemediğimiz. Öncelikle artan faiz büyüme üzerinde baskı yaratır ve biz TCMB’nin büyümeye zarar vermek istemediğini biliyoruz. Yani TCMB’nin çok uzun süreli ciddi bir sıkılaştırma yapması en azından bahar aylarına dek zor. Bu durumda TL’ye olan talep de geçici olacak. Ayrıca yukarıda anlattığımız üzere baz senaryomuza göre faizde aslında sadece 20 baz puanlık bir artış oluyor ki bazı gelişen ülkelerin faiz artırımları yanında bu hiç bir şey demek.

### Özetlersek,

- 2 yıla kadar olan tahvillerden uzak durmaya devam ediyoruz. Gösterge tahvil al-sat fırsatı verecektir, ancak şu anda alım için uygun olmadığını düşünüyoruz. Uzun vadeli tahvillerde ise 20 baz puan civarında bir düşüş bekliyor ve yükselişlerde alım öneriyoruz. FRN ve TÜFEX’ler bu ortamda yatırım için favorilerimiz.
- TL’de kısa vadede olumluyuz, yılı 2 seviyesinin altında kapatmayı bekliyoruz. Ancak yurtdışı çok ciddi bir risk, bu nedenle açık pozisyonlarda kar marjlarının da stop-loss seviyeleri kadar dar tutulması gereken bir dönemdeyiz.
- Eurobond piyasasında ilginç bir durum görüyoruz. Yellen konuşması sonrası USD cinsi tahvillerde 2030 ve daha uzun vadelerde alım önermiştik. Tahviller yavaş da olsa prim yapmaya devam ediyorlar, bir süre daha bu pozisyonların korunmasını öneriyoruz. Öte yandan EUR cinsi eurobondlar son dönemde daha çok ilgimizi çekiyor. ECB’nin faiz indirimi sonrasında Türk tahvillerinin getirileri son derece cazip, bu EUR tasarruflar açısından düşünülebilir.
- Altın için kısa vadede söylenecek çok bir şey yok. Teknik hareketler dışında kısa vadede altın fiyatını yukarı götüreceği bir sebep göremiyoruz.

Tufan Cömert  
Direktör/Strateji  
Garanti Yatırım Araştırma  
[tcomert@garanti.com.tr](mailto:tcomert@garanti.com.tr)  
+90 212 384 11 26  
[www.garantiyatirim.com.tr](http://www.garantiyatirim.com.tr)



Bu rapordaki veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.’nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekilde ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Rapor gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.