

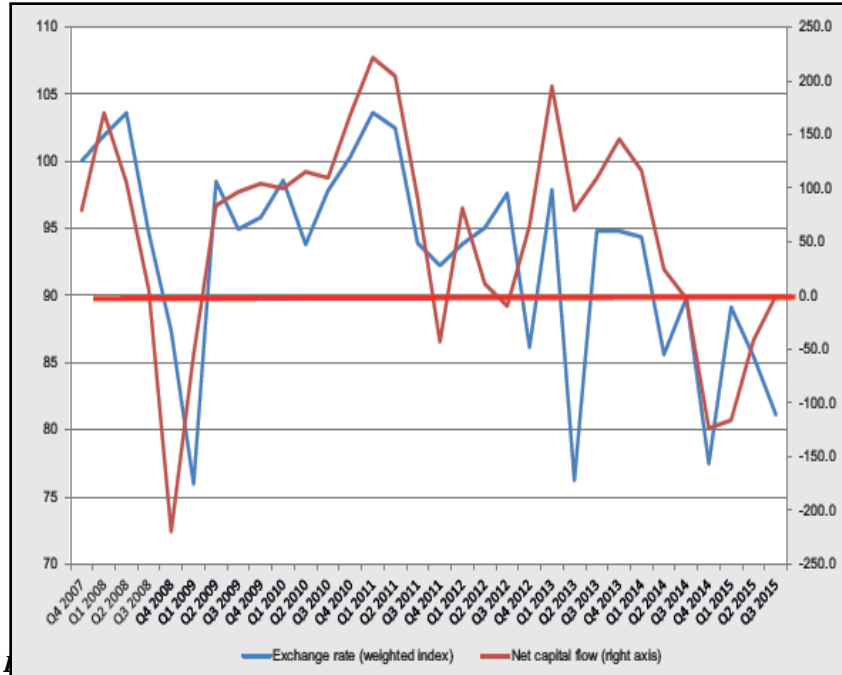
USD/TRY 2016 BEKLENTİMİZ

07 OCAK 2016

DOLAR/TL (USDTRY)

- 2016 yılında USDTRY kurunun yönü ve hareket bandı üzerinde etkili olabilecek unsurlar; küresel likidite koşulları, TCMB para ve kur politikası ve bağımsızlığına ilişkin güven ile iç güvenlik riskleri ve jeopolitik riskler olarak sıralanmaktadır.
- 2008 Küresel Mali Kriz sonrası dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı genişlemeci para politikaları, risk iştahını olumlu etkileyerek, gelişen piyasalara (EM) fon akımlarının hızlanmasına neden olmuştur. Ancak FED'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağına dair «dönemin FED Başkanı Bernanke'den gelen ilk tapering sinyali» ile beraber yani 2013 yılının Mayıs ayından itibaren EM'lere yönelik portföy akımlarında azalmalar hatta dönem dönem çıkışlar yaşanmaya başlamıştır.

Gelişmekte Olan Ülkeler – Döviz Kuru & Net Sermaye Akımı



- Bu ortamın doğal bir sonucu olarak da; EM para birimleri de, kendi iç dinamiklerine ek olarak, başta FED olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının politikalarına dair beklentilere oldukça hassas duruma gelmiştir.
- Yandaki grafikte EM kurları ve gelişen piyasalara net sermaye akımları gösterilmektedir. Kırmızı çizgi ile işaretlenen net sermaye akımlarında 2013 yılı 2.çeyrekte başlayan yavaşlamanın 2014 3.çeyrekte itibaren ise sıfır bölgesinin altına inerek net çıkışa işaret ettiği görülmektedir.
- Grafikte ele alınan gelişmekte olan ülkeler (EM); Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye ve Ukrayna'yı içermektedir.

DOLAR/TL (USDTRY)

- ❖ ABD Merkez Bankası FED'in faiz artırımlarına başlayarak para politikasını sıkılaştırma sürecini başlatacağı beklentilerinin yükselmeye başladığı ortamda TCMB de 2015 yılı Ağustos ayında küresel para politikalarının normalleşmesi sonrası yol haritasını yayınlamıştır, bu kapsamda normalleşme öncesi ve sonrası alınacak tedbirler sıralanmıştır.
- ❖ Açıklanan yol haritasında; Merkez'in gelecek dönemde faiz koridorunu 1 haftalık repo ihale faizi etrafında daha simetrik hale gelecek şekilde daraltması, likidite düzenleyici tedbirler ile bankacılık sektörünün olası bir dış finansman şokuna karşı direncinin artırılması hedefi yer almaktadır. Ek olarak da TCMB, «faiz politikasının operasyonel çerçevesinde kademeli bir sadeleşmeye gidilebileceğini» de belirtmiştir.

ZAMANLAMA	TL LİKİDİTE ÖNLEMLERİ	DÖVİZ LİKİDİTESİ ÖNLEMLERİ	FİNANSAL İSTİKRAR ÖNLEMLERİ
Normalleşme Öncesinde	Fonlama	Esnek Döviz Satım İhaleleri Döviz Depo Piyasası Tedbirleri	Yabancı Para Çekirdek Dışı Yükümlülüklerin Vadelerinin Uzaması
Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde	Teminat Koşulları	Rezerv Opsiyonları	TL Cinsi Çekirdek Yükümlülüklerin Desteklenmesi Yabancı Para Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi
Normalleşme Sürecinde	Faiz Koridoru		

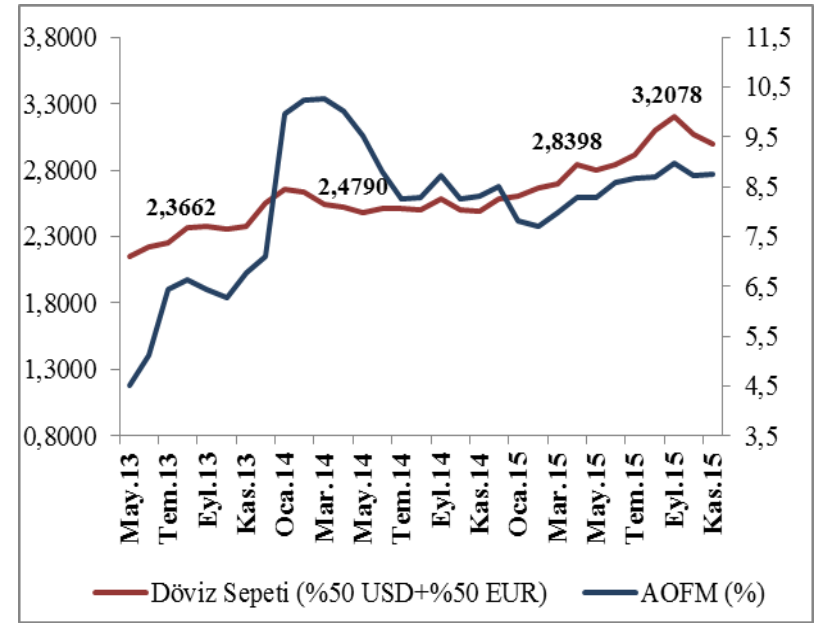
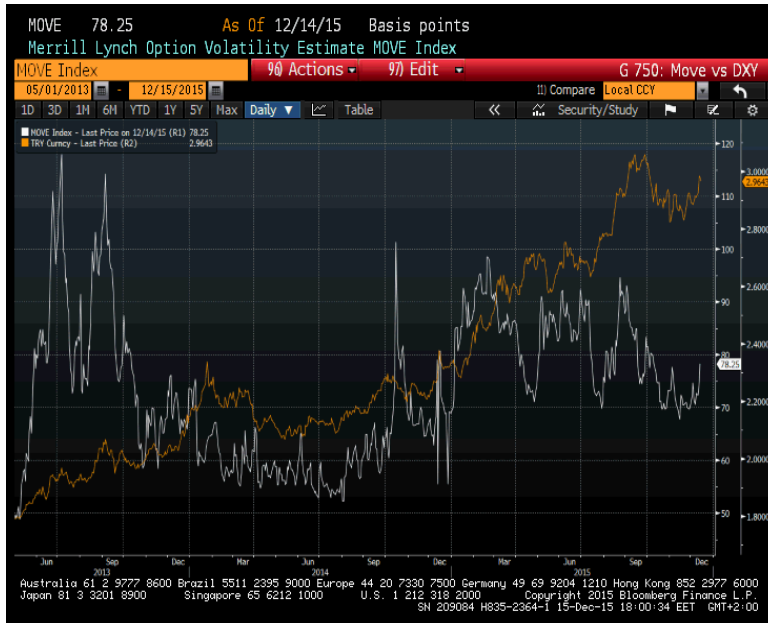
Kaynak : TCMB

- ❖ Gelecek dönem enflasyon beklentileri de döviz kuru, ücret gelişmeleri ve gıda fiyatlarına bağlı olmaya devam edecektir. 2014 yılı başından bu yana sıkı para politikası uygulayan TCMB'nin 2016 yılında da döviz likiditesine karşı dengeleyici, enflasyon görünümüne karşı sıkı bir duruş sergilemeye devam etmesi TL performansı açısından önemlidir.
- ❖ TCMB'nin 2016 para ve kur politikası yol haritasında da ortaya konan bu duruşa karşılık, Aralık toplantısında harekete geçilmemesi ve TCMB Başkanı Başçı'nın Nisan 2016'da görev süresinin dolacak olması para politikalarının bu dönemden sonra nasıl şekilleneceği konusunda belirsizlikler yaratmaktadır. Bu durum da TCMB'nin likidite tarafından dengeleyici ve destekleyici duruşuna rağmen TL üzerinde ek bir baskı yaratma unsuruna sahip görünmektedir.

DOLAR/TL (USDTRY)

- TCMB politikalarının yanı sıra küresel likidite şartlarının nasıl şekilleneceği de EM para birimlerinin tamamı için olduğu gibi TL için de önem arz etmektedir. 2016 yılında FED'in temkinli ve kademeli adımlarla para politikasında normalleşme sürecine devam etmesi, ECB ve BOJ'un genişlemeci duruşunu koruması, Çin Merkez Bankası'nın (PBOC) da yeni normal sürecinde gerekmesi halinde harekete geçmeye hazır bir duruş sergilemesini beklemekteyiz.

USDTRY vs MOVE (ABD Faiz Oynaklık Endeksi)



- Her ne kadar ECB ve BOJ, hatta PBOC'tan gelişen piyasaları FED'e karşı savunmasız bırakmayacak şekilde gevşek para politikası duruşu bekliyor olsak da FED'in faiz artırımı süreci ile beraber dolar endeksinin güç kazanım sürecinin de kaçınılmaz olarak devam etmesini beklemekteyiz, bu nedenle her ne kadar diğer ülke merkez bankalarının güvercin bir tavır sergilemesi EM para birimlerine destek olacak olsa da doların güç kazanımı da yukarı yönlü riskler yaratmaya devam edebilecektir.

DOLAR/TL (USDTRY)

- ❖ 24 Kasım 2015 tarihinde Suriye sınırında hava sahası ihlali nedeniyle düşürülen Rus uçağı ve Rusya ilişkilerindeki gerilime ek olarak Musul'a eğitim amaçlı gönderilen Türk birliğinin Irak hükümeti tarafından BM'ye şikayet edilmesi ile 2015 yılı son çeyrekte beklenmedik şekilde yükselen jeopolitik riskler de risk iştahını sınırlayıcı etkiler ile TL üzerinde stres yaratmaktadır.
- ❖ FED'e biraz daha yakından bakacak olursak... ABD Merkez Bankası, Aralık FOMC toplantısında yaklaşık 10 yıllık bir süreden sonra ilk kez faiz artırımına giderek federal fonlama oranını %0-0,25 bandındaki ultra düşük seviyeden 25 baz puanlık artışla %0,25-0,50 bandına yükselmiştir. FED'in aynı toplantıda açıklanan projeksiyonları da aşağıda verilmektedir ve faiz tahminleri 2016 yılında 25 baz puanlık 4 faiz artırımına işaret ederek şahin bir görünüm çizmesine karşın FED Başkanı Yellen çok daha temkinli ve ılımlı bir para politikası duruşu sergilemektedir.

Beklentiler (Medyan)	2015	2016	2017	2018
GSYH - Aralık	2,1	2,4	2,2	2,0
GSYH - Eylül	2,1	2,3	2,2	2,0
İşsizlik Oranı - Aralık	5,0	4,7	4,7	4,7
İşsizlik Oranı - Eylül	5,0	4,8	4,8	4,8
Çekirde Enflasyon - Aralık	1,3	1,6	1,9	2,0
Çekirdek Enflasyon - Eylül	1,4	1,7	1,9	2,0
Fed Fonlama Faizi - Aralık	0,4	1,4	2,4	3,3
Fed Fonlama Faizi - Eylül	0,4	1,4	2,6	3,4
<i>Kaynak : FED</i>				

- ❖ FED politikalarının normalleşme süreci EM'ler için zaten 2016 yılının da dönemsel volatil hareketleri beraberinde getirmesi için zemin oluşturmaktadır. FED'in para politikasını sıkılaştırmaya başlama sürecinde, içeride de jeopolitik gündeme ek olarak yeni anayasa ve başkanlık sistemi tartışmalarının da yıl boyunca devam etmesini beklemekteyiz. Bu nedenler de, makro ekonomik temellerden bağımsız olarak TL üzerinde de volatilité riski yaratmaktadır.
- ❖ 2016 yılının ilk haftasında da tecrübe etmekte olduğumuz üzere Çin kaynaklı olarak küresel resesyon endişeleri de bir diğer risk unsuru olarak tüm EM para birimlerini etkileme potansiyeli taşımaktadır. Yuan referans kurunun (yuan fiksingi) düşürülmesi, kötü veriler gibi Çin ekonomisinin zorluklarla karşı karşıya olduğu ve zayıfladığı algısını oluşturacak gelişmelerin global risk iştahını zedelemesi ve bunun da görece riskli varlıklara yönelimi sınırlaması EM para birimlerinde değer kaybına neden olarak USDTRY için yukarı yönlü risk yaratmaktadır.

DOLAR/TL (USDTRY)

◊ Olumlu senaryoda;

- ◊ 2016 yılında FED'in kademeli kalmak kaydıyla para politikasında normalleşme adımlarına devam etmesini, ECB'nin genişlemeci durumunun sürmesini, BOJ'un enflasyonu canlandırmak için ve Çin'in de ekonomik performansı ve finansal istikrarı desteklemek için ek adımları masada tutması yer almaktadır.
- ◊ İçeride ise jeopolitik risklerin stabil kaldığı, AB ilişkilerinde olumlu sürecin sürdüğü, TCMB'nin enflasyona karşı sıkı duruşu koruduğu ve reformların parlamenter sisteme dair değişikliklerin önünde tutulduğu bir ortam varsayımı altında USDTRY için hareket bandı tahminimiz; 2,85-3,0750 bandında oluşmaktadır.

◊ Olumsuz senaryolarda ise;

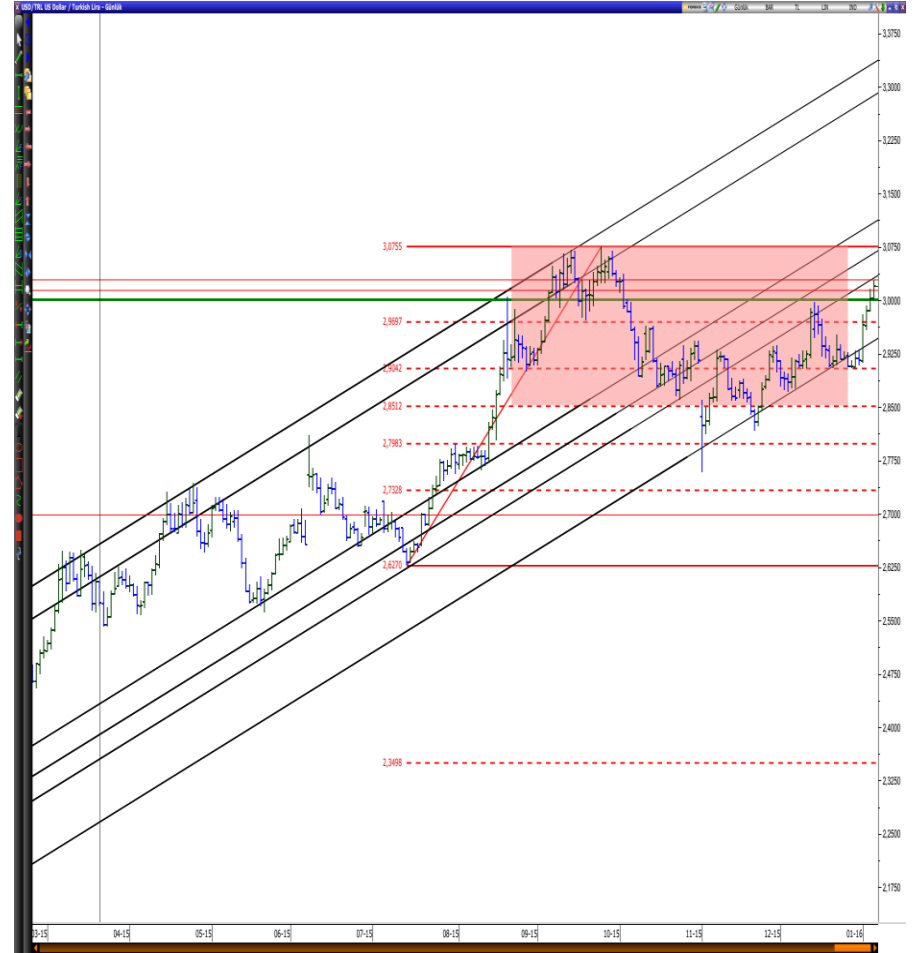
- ◊ FED'in beklediğimizden daha şahin bir duruş sergileyerek en az 4 adet 25 baz puanlık faiz artırımı adımı atması ve/veya Çin'de beklenenden çok daha sert yavaşlama ve küresel ekonomide sert fren sonucu emtia fiyatlarında derinleşen geri çekilme,
- ◊ İçeride ise TCMB'nin araç ve amaç bağımsızlığı tartışmaları, TCMB'nin normalleşme ve sadeleştirme sürecinde VIX ve MOVE endeksli duruşunun piyasalarda Ortodoks para politikalarına dair beklentileri azaltması , artan jeopolitik riskler ve iç siyasette beklenmedik gündemler gibi unsurlar TL üzerinde önemli riskler olarak masadadır ve bir veya birkaçının bir araya gelmesi halinde USDTRY'de yükselişin ivme kazanmasına neden olmasını beklemekteyiz. Bu durumda da mevcut koşullarda (hem VIOP, hem CME'de) 3,32-3,33 bandında oluşan Aralık 2016 USDTRY beklentisinin spot piyasada ön plana çıkabileceğini, hatta spekülatif ataklarla bu seviyelerin üzerinde hareketler dahi yaşanabileceğini düşünmekteyiz.

DOLAR/TL (USDTRY)

Baz senaryomuzda ise;

- ❖ FED'in normalleşme adımlarının (emtia fiyatlarının enflasyonu baskılaması ve 4Ç15 tahminlerinde gördüğümüz üzere piyasa aktörlerince büyüme beklentilerinin aşağı çekilmeye başlanması nedeniyle) Haziran ve Kasım'daki başkanlık seçimlerinden sonraki dönem olmak üzere 2016 yılı içinde 25'er baz puanlık toplam 2 faiz artırımını ile sınırlı kalmasını,
- ❖ Emtiada fiyatlarında devam eden baskılanmanın varlık fonlarında satışa neden olarak hem küresel piyasalarda volatilitenin artması ihtimallerini masada tutması hem de risk iştahını bozarak EM para birimlerinin dönemsel baskılarla karşılaşma ihtimalini,
- ❖ Yurtiçinde enflasyonun yüksek seyrinin devam etmesi ancak buna aynı oranda politika faizinde artırımlarla karşılık verilmemesi ve bu nedenle de negatif reel faiz ortamına dönülmesi olasılığını,
- ❖ 2015 yılında yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul pay piyasasında 2008 yılındaki 2,98 milyar \$'lık satıştan bu yana en yüksek net satışı gerçekleştirmiş olmasını,
- ❖ EM'lerde (gelişen piyasalar) kredi notu indirimlerinin artması beklentimizi ve bu nedenlerle de EM para birimlerinin küresel konjonktür kaynaklı olarak baskı altında kalmasını

dikkate alarak USDTRY için 2016 yılında 2,90-3,33 bandını dikkate almaktayız. (Yıl sonu beklentimiz (ortalama) : 3,27)



KÜNYE :

Mehmet Baki Atılal Araştırma Bölüm Başkanı
m.baki@turkishyatirim.com 0 (212) 315 10 71

Başak Erçevik Araştırma Uzmanı
b.ercevik@turkishyatirim.com 0 (212) 315 10 61

Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer raporlarına;

www.turkishyatirim.com

www.turkborsa.net

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

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 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.

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.