

Orkun Gödek

+90 212 348 5160

Orkun.Godek@denizbank.com

Piyasa Notu

TCMB Değerlendirme, Nisan 2019

Faiz indirim beklentimizi şu an için muhafaza ediyoruz

7 Şubat 2019 tarihinde paylaştığımız [Strateji Raporumuz](#) da belirttiğimiz ana TCMB senaryomuza bağlılığımızı koruyoruz. Buna göre, 2019 yılı içerisinde politika faiz oranında toplamda 500bp indirim yapılması beklentimizde şu an için değişiklik söz konusu değil. Yılsonunda 1 hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 19 seviyesinde öngörüyoruz. Öte yandan TCMB'nin fiyat istikrarını koruma ve liranın oynaklığını kırmak adına attığı proaktif adımların ardından yıl ortasında düşüncemizi enflasyonun seyri ve finansal piyasalardaki gelişmelere bakarak tekrar gözden geçirmeyi planlıyoruz. Riskler şu aşamada mevcut gelişmeler ışığında nötr.

22 Mart tarihinde liradaki oynaklık düzeylerinin tüm vadelerde artması ve finansal piyasalarda gözlenen türbülansın ardından TCMB'nin attığı adımları son yılların en proaktif tepki davranışları olarak yorumluyoruz. 1 hafta vadeli repo ihalelerinin iptal edilmesi bize göre 2018 yılının tamamında yapılan toplam 1125bp düzeyindeki parasal sıkılaştırmanın ardından kayda değer mesaj niteliğindedir. Ayrıca, TCMB duruşu ile Londra swap piyasasında gözlenen gelişmelerin birbirlerinden ayrılarak değerlendirilmesi gerektiğine inanıyoruz. Olağanüstü piyasa gelişmelerine TCMB'nin normal politika davranışları içerisinde tepki sergilemeyeceği mesajının verilmesi –repo ihalelerinin hızlı bir şekilde iptali- fiyat istikrarını sağlama adına ne denli gayretli bir çaba içerisinde olduğunun teyidi konumunda. Ek olarak, faiz koridorunun üst bant oranı olan yüzde 25.50 seviyesinden yapılan fonlamanın 8 Nisan itibarıyla sona erdirilmesi ve sürecin uzun tutulmayarak Mayıs 2018'de devreye alınan para politikasında normalleşme uygulamasının aksamasına izin verilmemesini de piyasaya verilen taahhütlerini yerine getirme noktasındaki iletişim açısından değerli görüyoruz.

Aralık 2018'deki PPK toplantısından bu yana dile getirdiğimiz “25 Nisan toplantısında koşulların izin vermesi durumunda TCMB'nin 50-75bp düzeyinde faiz indirimi adımı atarak sürece dair iletişime başlayabileceği” düşüncemizi i) Lirada görülen stabilizasyonun yaşanan son gelişmeler ışığında bir miktar bozulması ii) Yüksek seyreden gıda fiyatlarının enflasyona olan etkilerini bir süre daha gözlemlemek iii) Yaşanan kur hareketinin enflasyon dinamikleri üzerinde nasıl etki bırakacağını tam olarak kestirememek iv) Küresel piyasalarda beklentilerin ötesinde güvercin duruşa geçen ECB ve Fed'e rağmen belirsizliklerin gelecek açısından devam ettiğini düşünmemiz nedeniyle 12 Haziran ve 25 Temmuz tarihlerine öteliyoruz. Atılması muhtemel ilk faiz indirimi adımının boyutunu 50-75bp seviyelerinde öngörmeye devam ederken, Haziran ayına ötelenen bazı vergi indirimlerinin yıllık enflasyon üzerindeki etkilerini de takip edeceğimizin altını çizmek isteriz.

Proaktif TCMB duruşunu olumlu buluyoruz

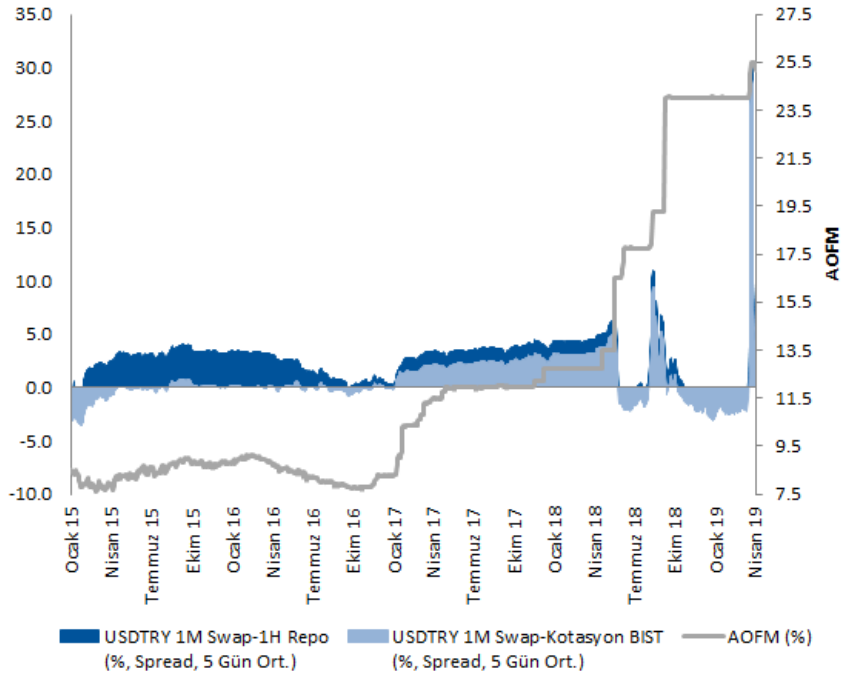
Londra swap piyasasında gerçekleşen sert yükselişin lira cinsi varlıklarda oynaklığa neden olduğu dönem içerisinde TCMB'nin yerel bankalarla gerçekleştirilen Türk lirası karşılığı swap piyasasında vadesi gelmemiş toplam swap satış işlemleri için sınırını; 25 Mart tarihinde yüzde 10'dan yüzde 20'ye, 28 Mart'ta yüzde 30'a ve son olarak 4 Nisan'da yüzde 40'a yükselterek içeride lira likiditeyi sağlamaya devam etmesini ve olası maliyet artışını 150bp ile aktarım mekanizması çerçevesinde tutmaya çalışmasını doğru buluyoruz. 25 Mart tarihi öncesinde Türk bankacılık sistemi tarafından aktif olarak kullanılmayan söz konusu kanalın ilerleyen dönemlerde de tercih edileceğini değerlendiriyoruz.

- Opsiyon piyasası işlemlerinde beklenen lira oynaklık değerlerinin 21 Mart seviyelerine gerilemiş olmasa dahi süreçte gördüğü yükseklerden ciddi anlamda düşüş göstermesi,
- Ülke risk primini gösterir 5 yıl vadeli USD cinsi CDS göstergesinin zayıflaması,
- Londra swap piyasasında oluşan faizlerin TCMB politika faizine yakınsama göstermiş olması,
- Lira seviyesinin yabancı para birimleri karşısında belirli seviyelerde dengelenme arayışı içerisinde olduğu ortamda TCMB'nin yeniden repo kanalı üzerinden fonlama davranışı içerisine girmesini gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar nezdinde oluşan faiz indirimi konsensüsünü beklentiler üzerinden yönetmek, canlı tutmak ve normalleşmeyi işaret etmek adına önemli olduğu kanaatindeyiz.

8 Nisan itibarıyla yeniden başlatılan süreci 25 Nisan PPK toplantısı öncesinde bekliyor ancak zamanlamasını kestiremiyorduk. Şayet bu tarz bir adım atılmamış olsaydı TCMB'nin teknik anlamda politika faizini faiz koridorunun üst bant fonlama seviyesi olan yüzde 25.50 düzeyine yükselttiği ve faiz indirim beklentilerinin hem ötelendiği hem de miktar olarak aşağı yönde revize edildiği yeni bir döneme girilmesi senaryosu ile karşılaşılabirdik. Öte yandan değerlendirdiğimiz diğer senaryolar ise, politika faizinin yüzde 24 düzeyinde sabit tutulması ancak 150bp yukarıdan fonlamanın devam ettirilmesi –sadeleşme politikası tartışılabilirdi- ve/veya 150bp düzeyinde belirlenen +/- aralığının 200-250bp düzeyinde güncellenebileceğiydi.

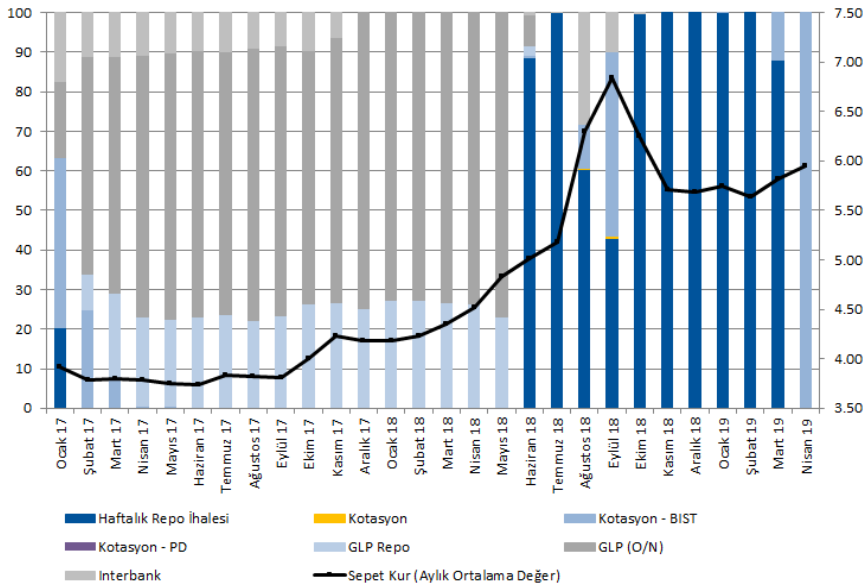
2019 yılı için TCMB'nin toplamda politika faizini 500bp indireceği şeklindeki düşüncemizi revize etmeyi şu an için zamanlama açısından erken buluyoruz. Yavaşlayan ekonomik aktivite ivmesinin yılın ilk çeyreğinde 2018 Eylül-Aralık dönemine kıyasla hız kesmeye başlamasını yakından takip ediyoruz. Söz konusu durumun beklenen toparlanma açısından destekleyici olmaması ve enflasyon görünümünde azalan iç talep etkisinin şiddetini artırarak devam etmesi durumunda tahmin edilenden daha düşük bir enflasyon resmi gördüğümüz senaryoda TCMB politika ayarlaması aşağı yönde daha hızlı olabilir. Öte yandan yerel varlıklardaki oynaklık artışı, bize göre geçmiş dönem ortalamalarına kıyasla hala daha yüksek seyreden ülke risk primi -5y CDS- ve global koşullardaki belirsizlik yerel para politikasındaki temkinli duruşun zamanlama olarak bir süre daha devam etmesine dair ihtimalleri sıcak tutuyor. 10 Nisan tarihinde Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak tarafından açıklanacağı duyurulan reform paketinin piyasalar nezdinde karşılık bulması belirsizliklerin azalışı noktasında oyun değiştirici etkiye sahip olabilir.

USDTRY 1 ay swap – 1 hafta repo, USDTRY 1 ay swap – kotasyon, AOFM



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

TCMB aylık fonlama dağılımı (outstanding dahil, %), sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

Yasal Uyarı

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu içerikteki yorumlar DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu dokümanda sunulan materyal sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Ancak Şirketimiz buradaki yorumların içeriği sonucu üçüncü şahıslara karşı doğabilecek sonuçlara karşı hiç bir sorumluluk kabul etmez. Buradaki içeriğin hiç bir bölümü DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'NİN yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiç bir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.