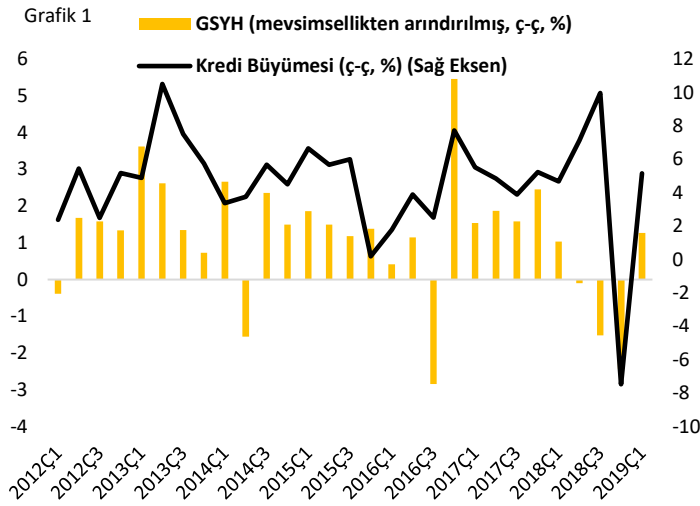


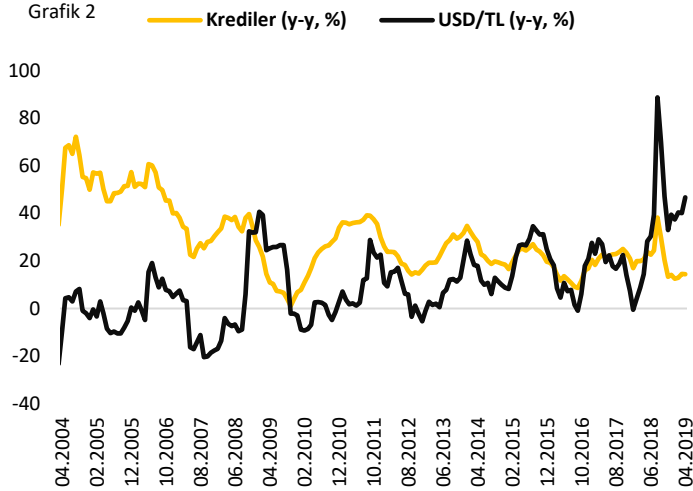
**Krediler ve Kur Artışı Arasındaki İlişki**

2008 küresel kriziyle mücadele amacıyla ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları yüksek büyüme oranları ve yüksek faiz oranlarıyla dikkat çeken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının hızlanmasına neden oldu. Söz konusu dönemde gelişmekte olan ülkelerde artan sermaye akımlarının etkisiyle yatay seyreden kurların desteğiyle yabancı para borçluluk oranları yükseldi. Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici para politikalarını sonlandırması ise kurlarda yukarı yönlü harekete neden olurken, artan yurtdışı finansman ihtiyacının da çok daha yüksek maliyetlerle karşılanmasına yol açtı. Gelişmekte olan ülkeler için işlerin kötüye gitmeye başladığı bu dönemde Fed'in yeniden faiz indirimine başlayacak olması kurlarda ve faizlerde düşüşü beraberinde getirecek mi? Gelişmekte olan ülkelerde yeniden bahar havası mı yaşanacak? Bu haftaki raporumuzda bu sorulara cevap arayacağız.



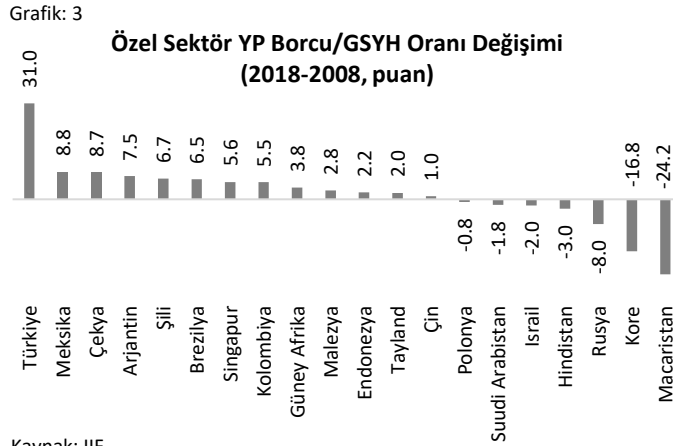
Bankacılık sektörü, Türkiye'nin en önemli sektörlerinden biri olup ekonomik büyüme üzerinde belirleyici rol oynayan sektörlerden biridir. Türkiye'de 2001 yılında yaşanan krizin ardından alınan tedbirlerle bankacılık sektörü güçlendirilmiş, kamu maliyesi sağlam bir yapıya kavuşturulmuş ve özellikle bu iki özellik Türkiye'nin 2008 küresel krizini en az hasarla atlattığını sağlamıştı. 2008 küresel kriziyle mücadele amacıyla merkez bankaları piyasadan tahvil alımı yoluyla parasal genişlemeyi ve faiz oranlarının negatif seviyelere indirmeyi içeren geleneksel olmayan para politikaları uygulayarak piyasaya bol miktarda likidite

sürdü. Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan likidite bolluğu sonucu yüksek büyüme oranlarıyla dikkat çeken ve yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları hızlandı. Türkiye de bu dönemde yüksek sermaye akımı çeken ülkelere sermaye akımları hızlandı. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları 2013 yılında dönemin Fed Başkanı Ben Bernanke'nin parasal genişlemeyi bitirmeyi düşündüklerini içeren açıklamasına kadar hızla devam etti. Önce parasal genişleme programının sonlandırılması ardından da 2015 yılında faiz artırılmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları yavaşladı. Ayrıca cari açığı yüksek ve kriz sonrası dönemde oluşan bol likidite ortamında yurtdışından fazlaca borçlanmış, yurtdışı finansman ihtiyacı yüksek Türkiye gibi ülkelere ilişkin risk algısı arttı.



Kaynak: BDDK, Reuters

devam etmesi kurda yükselişe yol açarken, 2018 yılındaki gibi kredi artışı jeopolitik risklerle birleştiğinde ise kurdaki yükselişin hızlandığı görüldü. Kurlardaki hızlı artış ise kredi artış hızında ve ekonomik büyümede yavaşlamaya yol açtı. Böylece Türkiye ekonomisi mevsimsellikten arındırılmış verilerle 2018 yılı 2.çeyreğinde çeyreklik bazda %0.1, 3.çeyreğinde %1.5 son çeyreğinde ise 2.4 küçülerek teknik resesyona girdi. Ancak özellikle kamu bankalarının kredi büyümesini hızlandırması sonucu ilk çeyrekte 1.3 büyüyen ekonomi resesyondan çıkmış oldu.



kurlarda düşüş yaşanır mı? Gelişmiş ülkelere kıyasla çok daha yüksek faiz veren Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere bir ilgi olacağı kesin. Ancak bu dönemin 2008 sonrası dönemden farklı olduğu da bir gerçek. Artık Türkiye'nin özel sektör yabancı para borcu ve finansman ihtiyacı yüksek. Ayrıca hem ABD hem dünyanın geri kalanı açısından koşullar oldukça farklı. Öncelikle ticaret savaşları önemli bir etken. Geçmişte liberal ekonominin lideri olan ve ikinci dünya savaşından sonra diğer ekonomilerin de gelişmesi için Marshall benzeri yardımlarda bulunan ABD yerine merkantilistler gibi önlemler alan ve büyümeyi diğer ülkelerle paylaşmak istemeyen bir ABD var. ABD'de tavrı değişikliği küresel sermayenin 2008-2013 arasında olduğu gibi serbestçe dolaşmasını engelleyebilir. İkincisi küresel kriz sonrası gelir dağılımında adaletsizliğin artmasıyla siyasette milliyetçi ve aşırı akımların yükselmesi ulusalcı ekonomi politikalarının popülerlik kazanmasına neden oldu. Üçüncüsü para politikasının başta ECB ve Japonya Merkez Bankası'nın faiz oranlarını negatif seviyelere çekmesi sonucu etkisizleşmesiyle birlikte maliye politikalarının ön plana çıktığı görülüyor. Maliye politikalarının giderek daha fazla kullanılmasıyla artan bütçe açıkları gelişmiş ülkelerdeki tasarruf oranlarının da azalmasına yol açıyor.

2001 krizinden sonra güçlenen ve gerçek görevi olan reel sektörü destekleme görevine geri dönen bankacılık sektörü hızlı bir kredi büyümesi gerçekleştirdi ve söz konusu kredi büyümesi Türkiye büyümesinin itici gücü oldu. Türkiye büyümesinin tüketime dayanması, kredi büyümesinin tüketimi artırmasını, artan tüketim ise ithalat kanalıyla cari açığa yükselişi beraberinde getirdi. 2008 krizi sonrası artan sermaye akımları, kredi artışı ve cari açık yükselirken kurun yatay seviyelerde kalmasını sağladı. Ancak 2013 sonrasında yavaşlayan sermaye akımlarına karşın, kredi mekanizmasının yüksek büyümeyi devam ettirmek için etkin olarak kullanılmaya

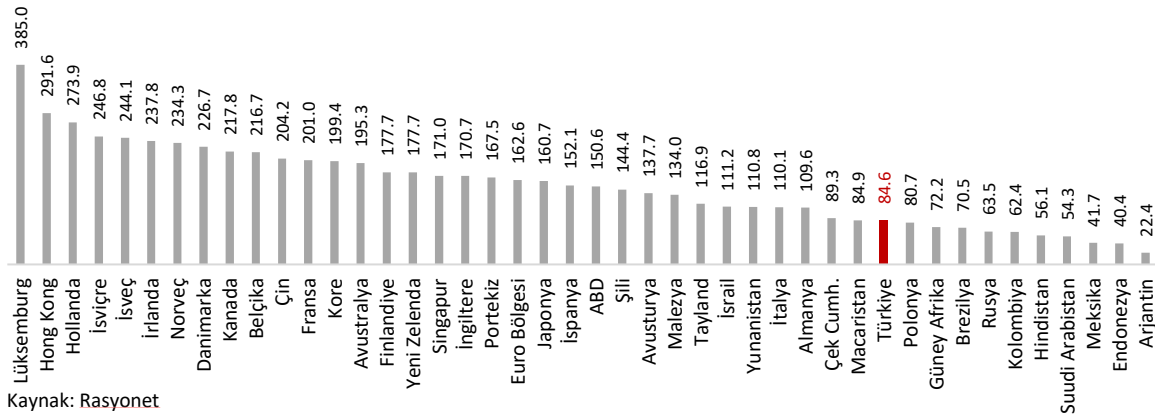
ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nden gelen açıklamalarla birlikte faiz indirim ihtimalinin artmasıyla birlikte yeni bir döneme girdik. Fed yeniden faiz indirimlerine başlayacak. Hali hazırda negatif faiz oranı uygulayan ECB'nin ise yeniden parasal genişlemeye başlayabileceği konuşuluyor (Bkz: [VakıfBank Haftalık Rapor 25 Haziran 2019](#)). Likiditenin yeniden artmaya başlayacağı bu ortamda gelişmekte olan ülkelere 2008 krizi sonrası dönemdekine benzer şekilde yeniden yüksek sermaye akımları gerçekleşir ve

Dördüncü olarak ise Fed'in faiz indirimlerinin alışıldık olandan farklı olması yani faiz indiriminin uzun süreli değil tek seferlik olma ihtimali sermaye akımlarının hızlanmasını engelleyebilir. Son olarak başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerde büyüme oranlarının geçmiş dönemlere kıyasla düşük gerçekleşmesi, sermaye akımlarının geçmiş dönemlerden daha düşük kalmasına neden olabilir.

Sonuç olarak Fed'in yeniden faiz indirimine başlayacak olması piyasalar için oldukça önemli. Söz konusu durumun piyasalarda heyecan yaratmış olmasına karşın mevcut koşulların geçmişe benzememesi nedeniyle temkinli bir iyimserlikte fayda olduğunu düşünüyoruz. Sermaye akımlarının geçmiş dönemlerdeki gibi hızlı olabilmesi için Fed'in faiz indirimlerine devam etmesi ve yeniden parasal genişlemeye gitmesi gerekebilir. Hali hazırda Fed'in parasal genişlemeye gitmesine ihtimal verilmiyor. Her koşulda Fed'in faiz indirimleri son dönemdeki ortamı yumuşatabilir ancak Türkiye'nin borç yükünün 2002'ye kıyasla daha yüksek olması, büyüme oranlarının görece düşük kalması ve dış finansman ihtiyacının yüksek olması sermaye akımlarının geçmişteki kadar yüksek olmasını engelleyebilir.

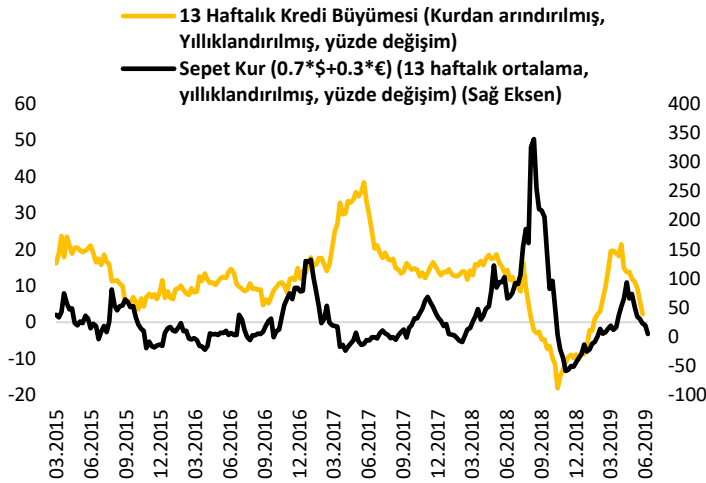
Grafik 4

#### Kredi/GSYH (%) (2018)



Kaynak: Rasyonet


Grafik 5



Kaynak: BDDK, Reuters, TCMB,

Türkiye'de kredi/GSYH oranı gelişmekte olan ülke ortalamasının biraz üzerinde ancak mevduatın krediye dönüşüm oranı uzun süredir %100'ün üzerinde gerçekleşiyor. Bu durum kredi ve tasarruf arasında bir uyumsuzluk olduğunu başka bir ifade ile yurtdışı tasarruflara ihtiyaç duyulduğunu gösteriyor. Dolayısıyla kredilerdeki artış döviz talebini de artırıyor. Türkiye'de yıllık dış finansman ihtiyacının GSYH'ye oranı %30'lar ile benzer gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek. Normal koşullarda kredilerdeki artış çarpan etkisiyle gecikmeli olarak tüketim ve kurlar üzerinde de artışa yol açıyor (Bkz: Grafik 2). Yabancı para kredilerden dolayı krediler ve kur artışı

arasında ilişki olması normal görülse de aynı ilişkinin kurdan arındırılmış 13 haftalık kredi büyümesi ile sepet kurdaki artış arasında da olduğunu görüyoruz (Bkz: Grafik 5). Son dönemde kredi artış hızında yaşanan yavaşlamanın olumsuz baz etkisinin sona ermesiyle birlikte terse dönmesini bekliyoruz. Son dönemde alınan



---

kararlarla kredi kartı taksit sayılarındaki sınırlamaların gevşetilmesi ve yeni ekonomi teşvik paketleri de kredi artış hızının artmasında etkili olacaktır. Bu durumda kredilerde yaşanacak artışın gecikmeli olarak kurları da artırma ihtimali bulunuyor. Örnek olarak yılın ikinci yarısında faizlerdeki düşüşle birlikte inşaat sektöründe yaşanacak hareketlenme sektörün etkilediği seramik, çimento, beyaz eşya, mobilya gibi alt sektörlerle birlikte tüketimi artırarak, ithalat üzerinde de artışa neden olabilir ve kurda yükselişe yol açabilir. Ancak Fed'in yarattığı olumlu ortamla birlikte kurdaki artış sınırlanabilir. Kısaca Türkiye'nin ağırlıklı olarak tüketime dayalı bir ekonomik büyüme yapısına sahip olması nedeniyle kredilerdeki artış, ithalattaki artışla birlikte kurlarda da yükselişe neden oluyor. Kurlardaki artışın hızı ise yurtdışı konjoktüre bağlı olarak değişebiliyor. Tüm bunları beraber değerlendirdiğimizde son dönemde Türkiye'nin üretime dayalı, katma değeri yüksek mallar üreten bir büyüme yapısına geçmesi için atılan adımların kredi-tüketim-kur artışı arasındaki kısır döngünün kırılabilmesi adına önemli olduğunu düşünüyoruz. Üretimde yerli girdi kullanımının teşvik edilmesi amacıyla alınan kararların da önemli olduğunu değerlendiriyoruz. Ayrıca ithal tüketim talebini düşürücü vergi ve tarife gibi alınabilecek kararların da bu konuda yararlı olabileceğini düşünüyoruz.

### Haftalık Veri Takvimi (01 – 05 Temmuz 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
1.07.2019	Türkiye	İmalat PMI (Haziran)	45.3	47.9 (Açıklandı)
	ABD	ISM İmalat (Haziran)	52.1	51
		İmalat PMI (Haziran)	50.1	50.1
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Haziran)	47.8	47.8
		İşsizlik Oranı (Mayıs)	%7.6	%7.6
	Almanya	İşsizlik Oranı (Haziran)	5%	5%
		İmalat PMI (Haziran)	45.4	45.4
	Fransa	İmalat PMI (Haziran)	52	52
	İtalya	İmalat PMI (Haziran)	49.7	48.7
	Japonya	Nikkei İmalat PMI (Haziran)	49.5	--
2.07.2019	Euro Bölgesi	ÜFE (Mayıs, y-y)	%2.6	%1.8
3.07.2019	Türkiye	TÜFE (Haziran, a-a)	%0.95	%0.2
		ÜFE (Haziran, a-a)	%2.67	--
	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Mayıs, a-a)	-%1.3	--
		ISM Hizmet Endeksi (Haziran)	56.9	56
		Fabrika Siparişleri (Mayıs, a-a)	-%0.8	-%0.5
		Hizmet PMI (Haziran)	50.7	50.7
		ADP Özel Sektör İstihdamı (Haziran)	27 bin kişi	140 bin kişi
		Haftalık İşsizlik Başvuruları (Haziran)	227 bin kişi	220 bin kişi
	Almanya	Hizmet PMI (Haziran)	55.6	55.6
	Fransa	Hizmet PMI (Haziran)	53.1	53.1
	İtalya	Hizmet PMI (Haziran)	50	50
4.07.2019	Türkiye	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (Haziran)	69.79	--
	Euro Bölgesi	Perakende Satışlar Mayıs, y-y)	%1.5	%1.6
5.07.2019	Türkiye	Hazine Nakit Dengesi (Haziran)	-14.7 milyar TL	--
	ABD	Tarımdışı İstihdam (Haziran)	75 bin kişi	163 bin kişi
		İşsizlik Oranı (Haziran)	%3.6	%3.6
		Ortalama Saatlik Kazançlar (Haziran, y-y)	%3.1	%3.2
	Almanya	Fabrika Siparişleri (Mayıs, y-y)	-%5.3	-%6.3