

**-Bu Haftaki Yazımız...*****TL'de yaşanan değer kaybı tersine dönebilir mi?***

Küresel ekonomi ve finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar, Türkiye'nin uluslararası piyasalara entegrasyonunun yüksek olmasından dolayı son dönemde yurt içi piyasalarda dalgalanmaları artırmıştır. Küresel risk algılamasındaki artışa bağlı olarak döviz kurunda da yükseliş yaşanmaktadır. Öte yandan, Türkiye ilk yarıda %10.2'ye ulaşan büyüme oranı, küresel kriz sonrasında dünya ülkelerinin pek çoğundan daha hızlı toparlanan istihdam piyasası ve devam eden fiyat istikrarı ile güçlü bir makroekonomik altyapıya sahiptir. Gelişmiş ülkelerin çoğunda ve dünya ekonomisindeki ağırlığı Türkiye'den daha fazla olan pek çok gelişmekte olan ülkede kamu maliyesindeki bozulmanın yarattığı risklere karşın, Türkiye sağlam bütçe dengeleri ve Hazine'nin giderek azalan borçlanma gereksinimi ile istikrarlı bir yapı sergilemektedir. Türkiye'nin sahip olduğu bu olumlu makroekonomik görünüm, önümüzdeki dönemde TL'deki yükselişin tersine dönmesi için gerekli zemini oluşturmaktadır.

**-Geçtiğimiz Hafta Açıklanan Veriler...*****TCMB, YP Zorunlu Karşılık oranlarında indirime gitti...***

Merkez Bankası döviz cinsinden zorunlu karşılıkları üç yıla kadar olan vadelerde yarım puan, üç yıldan uzun yükümlülüklerde ise 2.5 puan indirdi. Zorunlu karşılıklar 14 Ekim'den itibaren tesis edilmeye başlanacak. Böylelikle piyasaya 1.3 milyar dolar likidite sağlanacak. Merkez Bankası, Türk lirası yükümlülükleri için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yabancı para olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınırı ise %10'dan %20'ye yükseltti.

***TCMB, Türk Lirası Zorunlu Karşılık oranlarında indirime gitti...***

Merkez Bankası, 14 Ekim'den itibaren geçerli olmak üzere TL zorunlu karşılık oranlarını 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %13'ten %12.5'e, 1 yıla kadar vadeli TL diğer yükümlülükler için %13'ten %11'e, 3 yıla kadar vadeli TL diğer yükümlülükler için %13'ten %8'e, 3 yıldan uzun vadeli TL diğer yükümlülükler içinse %13'ten %5'e indirdi. Böylece, mevcut verilere göre piyasaya yaklaşık 3.2 milyar Türk lirası likidite sağlanmış olacak.

***TCMB, geçtiğimiz hafta yüksek miktarda döviz satım ihaleleri düzenledi...***

TCMB, geçtiğimiz hafta Çarşamba ve Perşembe günleri maksimum 1.35 milyar dolarlık döviz satım ihaleleri açtı. Çarşamba günü düzenlenen ihalede teklif 1.8 milyar dolar olurken toplam satış 750 milyon dolar oldu. Perşembe günü düzenlenen ihalede ise teklif 2.38 milyar dolar olurken toplam satış ise 350 milyon dolar oldu.

***Eylül ayında Enflasyon aylık bazda %0.75 arttı...***

Eylül ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.75 arttı. Böylece yıllık bazda TÜFE, %6.65'ten Eylül ayında %6.15'e geriledi. Çekirdek enflasyon (I Endeksi) ise aylık bazda %0.6 artarken, yıllık bazda %6.96'ya yükseldi.

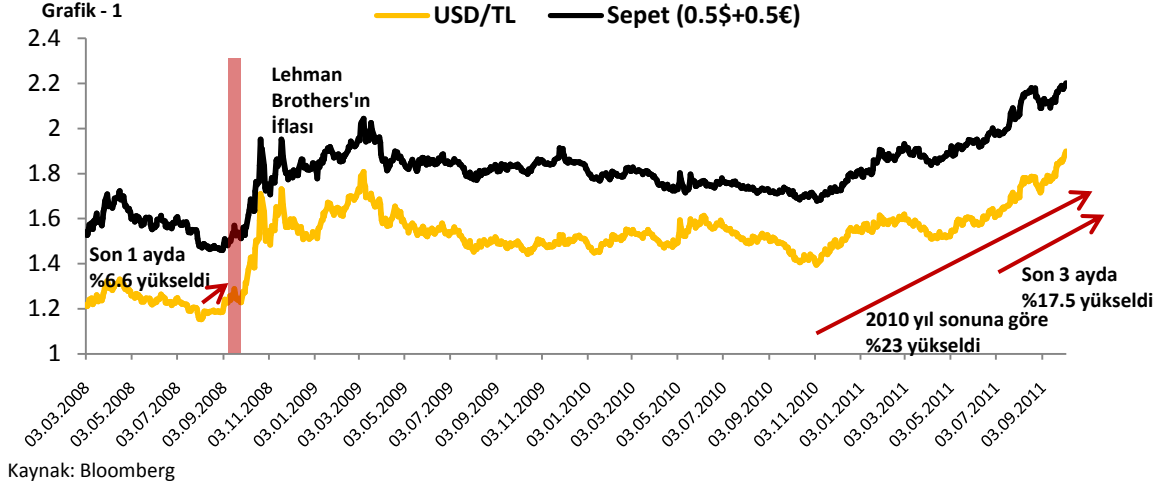
***Sanayi Üretim Endeksi Ağustos ayında beklentilerin altında %3.8 oranında arttı...***

Sanayi üretim endeksi, Ağustos ayında, 2010 yılının aynı ayına göre, %3.8 artarak beklentilerin altında gerçekleşmiştir. Bir önceki aya göre ise endeks %7.1 gerilerken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki aya göre %2.6 düşüş göstermiştir.

**- Bu Hafta Açıklanacak Veriler...****Haftalık Yurtiçi Ekonomi Gündemi**

Tarih	Açıklanacak Veri	Önceki Veri	Beklenti
10.10.2011	Sanayi Üretim Endeksi (Ağustos,y-y,%)	6.9	7.2
11.10.2011	Cari İşlemler Açığı (Ağustos)	5.319 mlyr \$	3.9 mlyr \$
14.10.2011	Bütçe Dengesi (Eylül)	2.761 mlyr TL	--

## TL'de yaşanan değer kaybı tersine dönebilir mi?

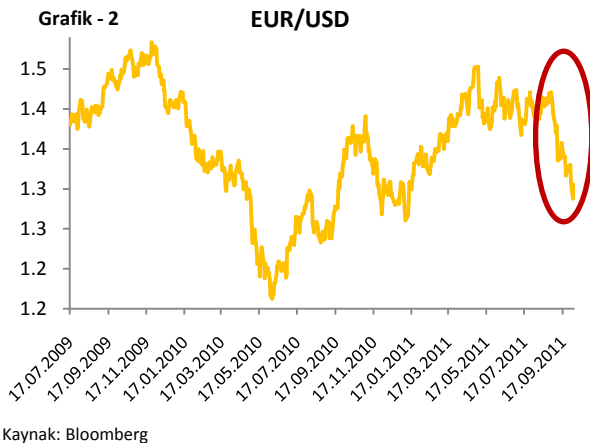


Son dönemde başta para piyasaları olmak üzere finansal piyasalarda sert hareketlerin görüldüğü bir dönem yaşanıyor. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de para piyasasında oynaklığın arttığı son günlerde, yurtdışı piyasalar açısından USD/TL'nin seyri daha da önem kazanmış görünmektedir. Yukarıda USD/TL'nin ve sepet bazında kurların yer aldığı grafik incelendiğinde, USD/TL'de ve sepet bazında kurlarda Temmuz ayının ortalarından itibaren yukarı yönlü hareketin belirginleştiği dikkat çekerken, 2010 yıl sonuna göre %23 oranında yükselen USD/TL'nin bu tarihten itibaren %17.5 oranında yükseliş kaydettiği izlenmiştir. Geçtiğimiz hafta içinde ise USD/TL 1.9060 ile tarihi rekor seviyeleri görmüştür. Son dönemde hızlanan Avrupa ve ABD kaynaklı risklerin yeni bir resesyona kaynaklık edeceği yönündeki endişeler değerlendirildiğinde, kurun seyrini Lehman Brothers'ın iflasından önceki dönem ile karşılaştırmalı olarak incelemek faydalı olacaktır. Lehman Brothers'ın iflası öncesinde USD/TL'nin 1 ay öncesinden yukarı yönlü bir hareket kazanarak iflasa kadar %6.6 oranında yükseldiği görülmektedir. Bu durum son dönemde kurda yaşanan hareketlerin Lehman öncesi dönemin çok üzerinde bir hareket olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle bir sonraki bölümde son dönemde yaşanan hareketlerin temelinde yatan gelişmeler incelenecektir.

### Son dönemde USD/TL'de yaşanan yükselişin nedenleri:

#### i. Uluslararası piyasada artan risk algılamasına bağlı olarak dolardaki değer artışı

Son dönemde USD/TL kurunda yaşanan yukarı yönlü hareketlerin nedenlerini incelemek amacıyla oluşturulan korelasyon matrisi (Bkz. Ek-1) incelendiğinde, USD/TL'nin, 10 yıllık ABD ve Alman tahvillerinin getirileri, EUR/USD ve Dow Jones endeksi ile ters korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, uzun vadede en düşük riske sahip olduğu düşünülen ABD ve Almanya tahvillerine alım gelirken, hisse senedi piyasalarında satış yaşandığı ve euronun dolar karşısında değer kaybettiği bir ortamda, küresel risk algılamasındaki artışın USD/TL'de yükseliş yaratması anlamına gelmektedir.



Uluslararası sistemde oluşabilecek bir riske karşı güvenli para birimi olarak görülen ve rezerv para olarak da tutulan euronun son dönemde Euro Bölgesi'ne ilişkin artan finansal riskler nedeniyle bu özelliğinin azaldığı görülmektedir. Euro, dolar karşısında 29 Ağustos 2011 tarihinden bu yana %8.2 değer kaybetmiştir. Euro Bölgesi kaynaklı yeni bir

küresel finans krizi ihtimalinin, ABD'nin orta vadede sağlam ekonomik görünümüne sahip olmamasına rağmen uzun vadede güvenli bir yatırım aracı olduğu düşünülen dolara olan talebi artırdığı düşünülmektedir. Piyasalarda risk algılamasındaki sert artışla birlikte, küresel yatırımcının uzun vadede güvenli olduğunu düşündüğü yatırım araçlarına yönelmesinin ardındaki temel nedenler ise Avrupa ve ABD kaynaklı ekonomik ve mali sorunlardır.

## **ii. Avrupa ve ABD kaynaklı ekonomik ve mali belirsizlikler**

Son dönemde yurtdışında döviz kurunda görülen yükseliş, yurtdışı dinamiklerden çok yurtdışında meydana gelen gelişmelerin önemini ortaya koymaktadır.

Avrupa Para Birliği'ne (Euro Bölgesi) üye ülkeler heterojen bir ekonomik yapı sergilemektedir. Ekonomik açıdan zayıf ve yüksek bütçe açığı ve borç stoklarını kendi başlarına finanse etme kabiliyeti düşük ülkeler ile sağlam ekonomiye sahip ve tek başına ayakta durabilir güçte olan ülkelerin oluşturduğu parasal birlik, 2010 yılının başından beri önemli sorunlarla karşı karşıyadır. Sorunlu ülkeler olarak adlandırılan Yunanistan, İtalya, İspanya, Portekiz ve İrlanda'nın yüksek kamu açığı ve borç stoklarının sürdürülebilir olmaktan çıkması, bu sorunların bankacılık sistemi aracılığıyla bölge geneline yayılması riskini artırmaktadır. Bu riskleri önlemenin maliyeti ise sorunların çözümü için güçlü ve zayıf tüm üye ülkelerce ayrılacak fonlar nedeniyle büyümeden ödün verilmesi olacaktır. Bu noktada gerek Avrupa Birliği gerekse IMF kaynaklarıyla sorunlu ülkelere kesin bir çözüm sağlayacak şekilde yardım aktarılması ciddi tartışmalara neden olmakta ve bu ortamda kısa vadeli finansman sorunları devam etmektedir.

Diğer yandan, ABD'de küresel kriz sırasında alınan olağandışı maliye ve para politikası önlemlerine rağmen, ekonomik aktivitenin kriz sonrası istenen düzeye ulaşamaması yeni ek tedbirleri gerektirmektedir. Ancak, rekor düzeydeki bütçe açığı ve borç stoku, siyasi faktörlerin de devreye girmesiyle maliye politikasının daha fazla genişletilmesi olanağını sınırlamaktadır. Parasal önlemlerle ilgili olarak ise, para politikasının ekonomik aktivitenin ve istihdamın artırılmasında etkili olmadığı kanaati giderek yaygınlaşmaktadır. Buna rağmen ABD Merkez Bankası FED büyüme görünümündeki bozulma karşısında, önlem alma girişiminde<sup>1</sup> bulunmaktadır.

ABD ve Avrupa'da süregelen sorunlara ek olarak, Çin'e ilişkin risk vurgularının giderek artması gelişmekte olan ülkelerde özellikle para birimlerinin değer kaybında önemli rol oynamıştır. Çin ekonomisinin küresel bazda yaşanabilecek olası bir durgunluğu kompanse edemeyeceği yönündeki endişelerin artması bu ülkeye ilişkin kaygıların temelini oluşturmaktadır. Bu ortamda küresel yatırımcıların riskten kaçarak risksiz varlıklara yönelmesi, USD/TL'nin değer kaybetmesinde etkili olmaktadır.

## **Kurdaki yükselişin Türkiye'nin görünümü açısından değerlendirilmesi...**

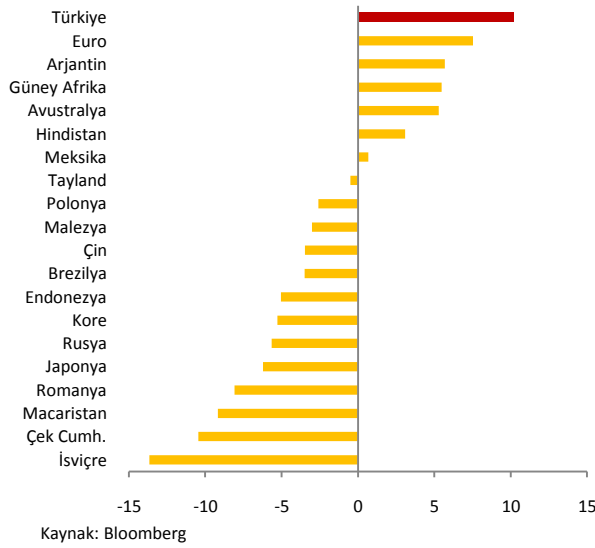
- **Son dönemde Türkiye'den diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha az fon çıkışı yaşanmıştır.**

ABD doları, son aylarda küresel risk algılamasındaki artışta en güvenli yatırım aracı olarak görülmüştür. ABD Hazine tahvilleri ile uzun vadede güçlü bir ekonomik görünüme sahip olduğu düşünülen Almanya ve Japonya'nın uzun vadeli hazine tahvillerinde de benzer hareket yaşanmıştır. Bunlar dışında kalan piyasalar riskli olarak görülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler risk iştahının kesilmesinden Lehman Brothers'ın iflasını sonrası ile karşılaştırıldığında en erken etkilenen piyasalar olmamıştır. Gelişmekte olan ülkelere ilişkin büyüme beklentilerinin de zayıflamasıyla Ağustos ayının ortalarından itibaren bu ülkelere fon çıkışları artmıştır.

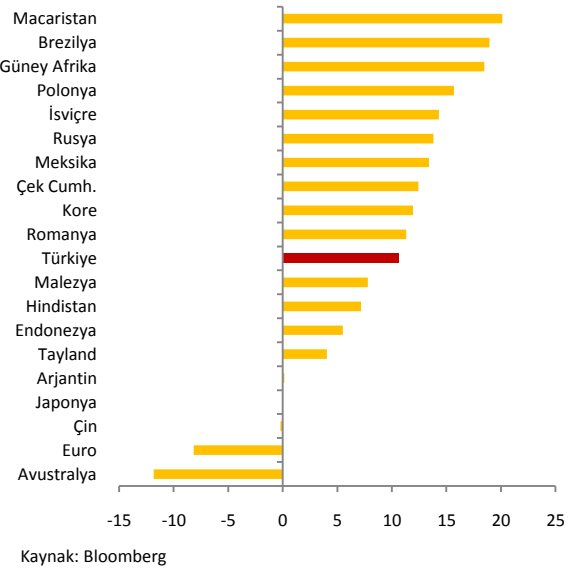
<sup>1</sup> Fed'in hali hazırda "Operation Twist" olarak adlandırılan ve 400 milyar dolar tutarında kısa ve uzun vadeli tahvilin değişimini içeren programın etkileri üzerine tartışmalar devam ederken, yeni parasal genişleme önlemlerinin alınıp alınmayacağı gündemde önemli bir belirsizlik olarak yer tutmaktadır.

Ülke para birimlerinin dolar karşısındaki değerleri, 2011 yılı başından Ağustos ayının sonuna kadar olan dönem alınarak karşılaştırıldığında TL'nin en çok değer kaybeden para birimi olduğu dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik - 3). Aynı parametreler 1 Eylül – 5 Ekim 2011 tarihleri arasında karşılaştırıldığında ise, değer kaybeden 17 ülke para birimi içinde onbirinci sıraya gerilediği görülmektedir (Bkz. Grafik - 4). Bu durum, yıl başında aşırı primli olan TL'nin belirgin biçimde değer kaybetmiş olmasına rağmen, son haftalardaki piyasa dalgalanmasında diğer gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğundan daha az riskli olarak değerlendirildiğini göstermektedir. Benzer tablonun hisse senedi piyasalarında ve ülke risk primlerinde de görülmesi Türkiye'nin son dönemde diğer gelişmekte olan piyasalardan ayrıştığına işaret etmektedir.

**Grafik - 3: Para birimlerinin USD karş. değerlerinin  
03.01.2011 - 31.08.2011 arası karşılaştırması**

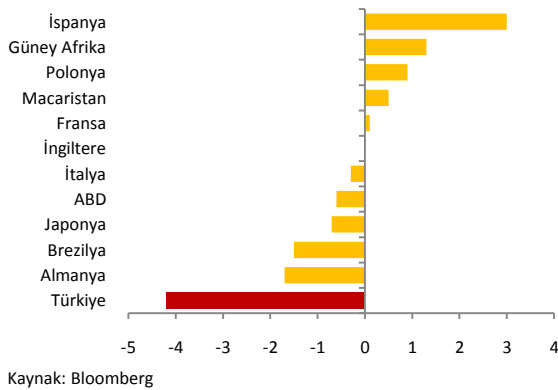


**Grafik - 4: Para birimlerinin USD karş. değerlerinin  
01.09.2011 - 05.10.2011 arası karşılaştırması**



- **Türkiye'nin sağlam makro temelleri TL'nin önümüzdeki dönemdeki seyri hakkında önemli ipuçları veriyor.**

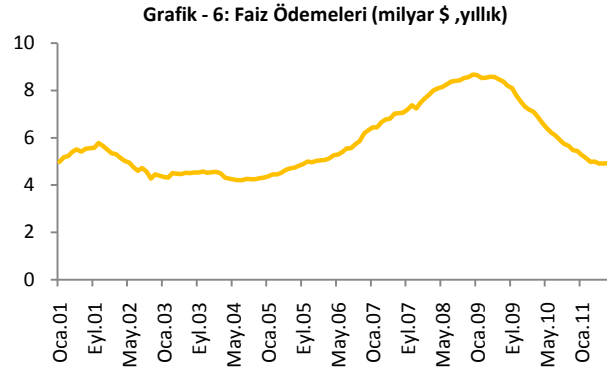
**Grafik - 5: İşsizlik Oranı (Eyl. 2009 - Haz. 2011 değ.)**



Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin istikrarlı seyri, diğer gelişmekte olan ülkelere pozitif olarak ayrıştığı görüşünü doğrularken, S&P'nin Türkiye'nin TL cinsinden uzun vadeli kredi notunu yükseltmesi bu ayrışmayı destekler nitelikte bir adım olmuştur. Bu not arttırımına kaynak olarak gösterilen finans sektöründe şeffaflık, yerel piyasalarda derinleşme ve Türk bankalarının yeterli derecede sermayelendirildiği olguları ileride döviz cinsinden olası bir not arttırımını da gündemde tutmaktadır. Bu derinleşme ve iyileşme şüphesiz ki büyüme performansına beklenenden daha olumlu katkı yapmıştır. Türkiye'nin, ilk çeyrekte %11'lik

bir büyüme oranı ile Çin'i bile geride bırakan olumlu performans, ikinci çeyrekte %8.8'lik bir büyüme oranıyla bir miktar azalarak da olsa devam etmiştir. 2011'in ikinci yarısında ise, küresel ekonomideki beklenen yavaşlamanın, uluslararası ticarete açık ve küresel ekonomiye entegre bir ekonomi olmasının sonucu olarak Türkiye'ye de yansıtacağı öngörülmektedir. Küresel kriz sonrası işgücü piyasalarındaki toparlanmanın ise diğer gelişmiş ülkelere göre daha etkin olduğu görülmektedir. Bu toparlanma sonucunda ülkemizde iş gücü talebi artmış ve işsizlik gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkeye göre daha hızlı azalmıştır (Bkz. Grafik - 5).

Gelişmiş ülkelerin çoğunda ve dünya ekonomisindeki ağırlığı Türkiye’den daha fazla olan pek çok gelişmekte olan ülkede kamu maliyesindeki bozulmanın yarattığı risklere karşın, Türkiye sağlam bütçe dengeleri ve Hazine’nin giderek azalan borçlanma gereksinimi ile istikrarlı bir yapı sergilemektedir.

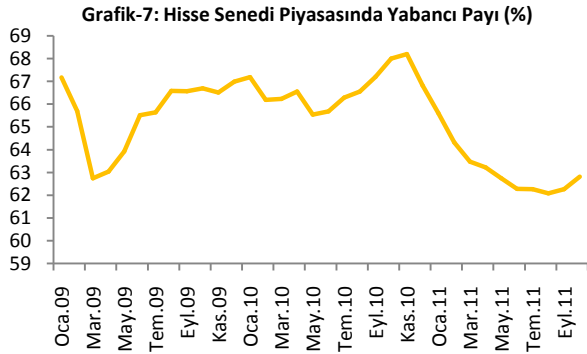


Kaynak: TCMB

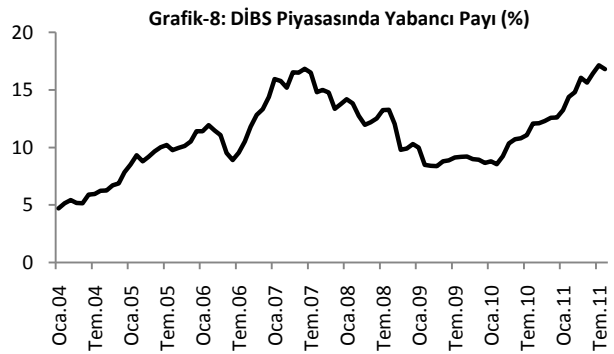
Türkiye için orta vadede başlıca kırılganlık unsuru olan cari açığın, 2011’in özellikle son çeyreğinde büyüme hızında beklenen yavaşlamaya bağlı olarak azalacağı öngörülmektedir. Cari açığın halen yüksek olan seviyelerinde bile, Türkiye’nin finansman konusunda olumlu bir avantaj yakaladığı dikkat çekmektedir. Güçlü makro ekonomik yapı, yurtdışından yapılan borçlanmalarda gerek kamunun gerekse reel kesim ve bankaların daha düşük risk primleriyle borçlanabilmeleri imkanını sağlamış ve buna bağlı olarak faiz ödemeleri azalmıştır (Bkz. Grafik-6). Mevcut küresel görünüm

finansman maliyetlerinin azalması sayesinde, cari işlemler dengesi açısından dönüşüm için bir avantaj sunmaktadır.

Küresel kriz ve sonrasında Türkiye’de izlenen pro-aktif para politikasının mevcut sağlam görünüme katkısı önemlidir. TCMB’nin diğer merkez bankalarından farklı bir politika izleyerek fiyat istikrarından ödün vermeksizin finansal istikrarı gözetken yaklaşımı, küresel büyüme görünümünün değiştiği son dönemde, politika esnekliği kazandırırken, piyasadaki aşırı dalgalanmalar karşısında temkinli ve etkili adımlar atabilmesini sağlamaktadır. Nitekim TCMB geçtiğimiz hafta piyasadaki döviz ve TL sıkışıklığını önlemek için zorunlu karşılık oranlarında indirimde giderken<sup>2</sup>, düzenlediği yüklü döviz satım ihaleleriyle de Türkiye’nin küresel ekonomiyle bağının güçlü olması nedeniyle TL’de yaşanan değer kaybı karşısında tavrını ortaya koymuştur.



Kaynak: TCMB



Kaynak: TCMB

Hızlı toparlanmanın sağladığı avantajlar arasında yatırımcı güveni önemli yer tutmaktadır. Türkiye’nin uluslararası piyasalarla artan entegrasyonu, olumsuz küresel gelişmelerin ülke içinde daha etkin şekilde hissedilmesine neden olsa da genel çerçeveden bakıldığında pozitif bir tablo dikkat çekmektedir. Bu tablonun bir parçası olarak yabancıların hisse senedi piyasalarındaki payının son aylarda piyasalardaki karışıklıklara rağmen artmakta olduğu görülmektedir (Bkz. Grafik-7). %17’nin üzerine çıkan DİBS piyasasındaki yabancı payı ise son haftalarda meydana gelen gelişmeler sonucunda biraz gerilemiş olsa da yabancı çıkışlarının oldukça sınırlı olduğu dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-8).

<sup>2</sup> TCMB 5 Ekim 2011’de yabancı para zorunlu karşılıkları 3 yıla kadar olan mevduatlar için 50 baz puan, 3 yıldan uzun vadeli mevduatlarda 250’şer baz puan indirimde gitmiştir. 6 Ekim 2011 tarihinde ise, %13.1 olan ağırlıklı ortalama TL zorunlu karşılık oranını %12.5’e düşürmüştür. Böylece piyasaya toplam 4.5 milyar TL likidite sağlanacağını açıklamıştır.



***TL'nin yıl sonuna kadar bir miktar değer kazanmasını bekliyoruz...***

Küresel ekonomi ve finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar, Türkiye'nin uluslararası piyasalara entegrasyonunun yüksek olmasından dolayı yurt içi piyasalarda dalgalanmaları artırmaktadır. Yabancı yatırımcıların küresel risk algılamasının arttığı bir ortamda Türkiye piyasalarından diğer gelişmekte olan piyasalara nazaran daha az çıktıkları ve böylece Türkiye'nin diğer gelişmekte olan piyasalardan ayrışmakta olduğu görülmektedir. USD/TL'deki yükseliş, büyüme beklentilerinin azalması nedeniyle genişletici para politikası izlenmesi gereken önümüzdeki dönemde enflasyonda istenmeyen bir yükselişe yol açabilecek olması açısından önemlidir. TCMB'nin pro-aktif politikaları ile kurdaki yükselişi önleme çabası devam ederken, küresel kırılganlıkların azalmasının kurun gidişatı açısından en önemli faktör olduğu düşünülmektedir. Öte yandan, ***USD/TL'deki yükselişin Türkiye'ye özgü kırılganlıklardan kaynaklanmaması ve mevcut küresel konjonktür karşısında Türkiye'nin istikrarlı yapısı önümüzdeki dönemde kurdaki yükselişin sınırlanarak, tersine dönebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede 2011 yıl sonu itibariyle USD/TL'nin mevcut seviyesinden %5 civarında değer kazanacağını öngörüyoruz.***



### EK-1 USD/TRY Korelasyon Matrisi

USD/TRY Korelasyon Matrisi	USD/TRY	ABD 10Y Tahvil Getirisi	Almanya 10Y Tahvil Getirisi	Altın	Bütçe Dengesi	Cari Açık	DWJ	EUR/USD	Gösterge Tahvil Getirisi	İMKB-100	İşsizlik Oranı	Sanayi Üretim Endeksi
USD/TRY	1.00											
ABD 10Y Tahvil Getirisi	-0.61	1.00										
Almanya 10Y Tahvil Getirisi	-0.77	0.85	1.00									
Altın	0.53	-0.66	-0.74	1.00								
Bütçe Dengesi	-0.23	0.19	0.21	-0.03	1.00							
Cari Açık	0.05	0.01	0.03	-0.57	-0.15	1.00						
DWJ	-0.68	0.65	0.57	-0.12	0.31	-0.55	1.00					
EUR/USD	-0.58	0.16	0.47	-0.02	0.14	-0.24	0.38	1.00				
Gösterge Tahvil Getirisi	-0.60	0.58	0.82	-0.83	0.18	0.21	0.27	0.20	1.00			
İMKB-100	0.00	-0.05	-0.33	0.66	0.09	-0.63	0.51	0.02	-0.64	1.00		
İşsizlik Oranı	0.59	-0.47	-0.45	0.03	-0.41	0.53	-0.81	-0.28	-0.30	-0.43	1.00	
Sanayi Üretim Endeksi	-0.33	0.16	0.10	0.36	0.21	-0.65	0.63	0.31	-0.13	0.66	-0.78	1.00

Kaynak: Bloomberg, TCMB, VakıfBank