

## EKONOMİ BÜLTENİ 85

22 Temmuz 2011

### KÜRESEL KRİZ OLASILIĞINI GÖZÖNÜNDE BULUNDURAN MERKEZ, DOLARA 2008'DEKİ GİBİ DOLAYLI MÜDAHALE YAPAR MI?

Fitch'in cari açık riskine yönelik uyarısı ile dolarda meydana gelen sert çıkışın sonrasına denk gelen TCMB toplantısında bu ay da para politikasında değişikliğe gidilmemiştir. Buna göre beklentiler doğrultusunda, faiz oranlarında değişiklik yapmayan TCMB, politika faizi olan 1 haftalık repo faizini %6.25 olarak teyid etmiştir. Ayrıca gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranlarında da değişikliğe gitmeyen TCMB, ek bir politika aracı olarak sunduğu kısa vadeli faiz koridorunun genişliğini 7.5 puan olarak tutmuştur. Zorunlu karşılık oranlarında ise, yine öngörüler doğrultusunda, ek bir artırımı gitmemiştir. Bununla birlikte TCMB, küresel bazdaki belirsizliklere daha fazla vurgu yaparak, olası bir krize hazırlıklı olduğunun mesajını vermiştir.

YABANCI PARA CİNSİNDEN YÜKÜMLÜLÜKLERİN ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI (%)	
1 Yıla Kadar Vadede	12
1 Yılda Uzun Vadede	11
1 Yıla Kadar Vadede (Diğer Yükümlülükler)	12
3 Yıla Kadar (3 Yıl Dâhil) Vadede (Diğer Yükümlülükler)	11.5
3 Yılda Uzun Vadede (Diğer Yükümlülükler)	11

Karar sonrasında açıklanan metinde, genel görünümde değişiklik olmadığı vurgulanmıştır. Buna göre genel ekonomik aktivitede bir yavaşlama olduğunu belirten TCMB, özel kesim tüketim tüketiminin yavaşladığını belirtmiştir. Dış talebin ise zayıf kalmaya devam ettiğini yinelemiştir. İş gücü piyasası koşullarındaki iyileşmeyi ortaya koyan TCMB, artan verimlilik oranlarına bağlı olarak, birim işgücü maliyetlerinin düştüğünü ifade etmiştir.

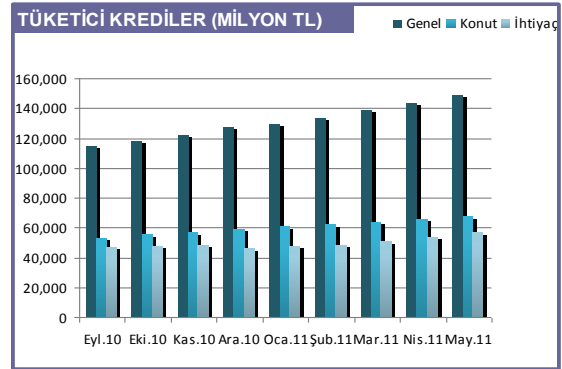
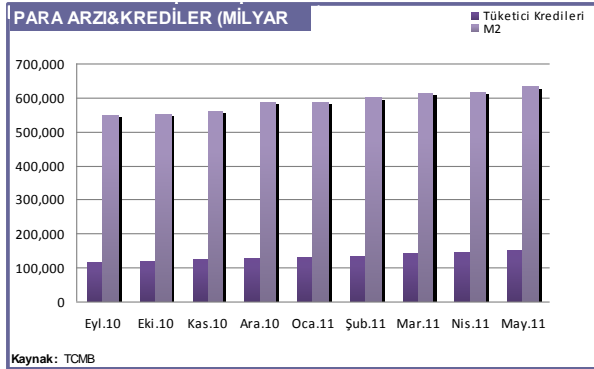
TL CİNSİNDEN YÜKÜMLÜLÜKLERİN ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI (%)	
Vadesiz	16
1 Aya Kadar Vadede	16
3 Aya Kadar Vadede	13
6 Aya Kadar Vadede	9
1 Yıla Kadar Vadede	6
1 Yılda Uzun Vadede	5
Mevduat Dışı Diğer Vadelerde	13

TCMB; dış talepteki zayıflığın ise, kapasite kullanım oranlarının düşük seyretmesine neden olduğunu ileri sürmüştür. Bu açıklamalar, ekonomik aktivitenin yavaşladığına yönelik görüşlerimizi destekler niteliktedir. Bununla birlikte, enflasyonun bir süre daha yüksek seyredeceğini ortaya koyan TCMB, iktisadi faaliyetlerdeki zayıflamanın, enflasyondaki çıkış eğilimini sınırlandıracağını öngörmüştür. TCMB'nin bu öngörüsü, son açıklanan enflasyon rakamlarında meydana gelen düşüşle de desteklenmiştir. TCMB'nin çizdiği senaryonun gerçekleşmesi durumunda Türkiye'de enflasyon riski olasılığı şimdilik görünmemektedir.

Karar metnindeki en kritik unsurlardan biri yine cari denge üzerine yapılan açıklamadır. Buna göre TCMB, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından son dönemde alınan tedbirlerin iç ve dış talebin dengelenmesinde rol oynayacağına vurgu yapmıştır. Banka, daha önceden

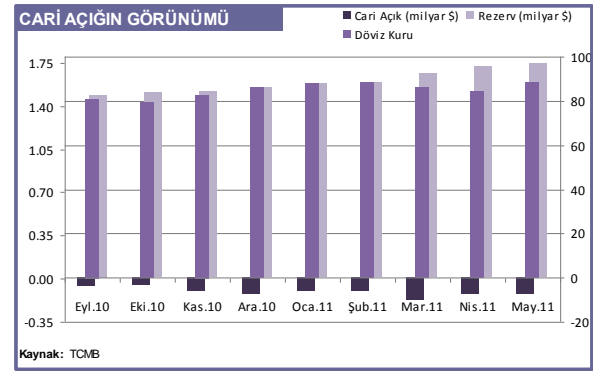
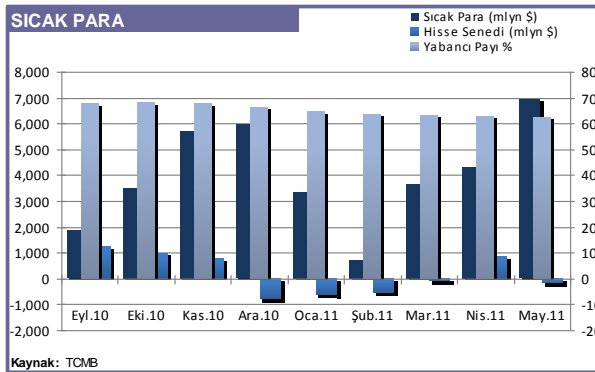
TCMB'NİN FAİZ KARARLARI VE ENFLASYON					
Tarih	Borç Alma	Borç Verme	Borç Verme- Alma	Politika Faizi	Enflasyon
18.09.08	16.75	20.25	3.50	7.00	11.13
22.10.08	16.75	19.75	3.00	7.00	11.99
19.11.08	16.25	18.75	2.50	7.00	10.76
18.12.08	15.00	17.50	2.50	7.00	10.06
15.01.09	13.00	15.50	2.50	7.00	9.50
19.02.09	11.50	14.00	2.50	7.00	7.73
19.03.09	10.50	13.00	2.50	7.00	7.89
16.04.09	9.75	12.25	2.50	7.00	6.13
14.05.09	9.25	11.75	2.50	7.00	5.24
16.06.09	8.75	11.25	2.50	7.00	5.73
16.07.09	8.25	10.75	2.50	7.00	5.39
18.08.09	7.75	10.25	2.50	7.00	5.33
17.09.09	7.25	9.75	2.50	7.00	5.27
15.10.09	6.75	9.25	2.50	7.00	5.08
19.11.09	6.50	9.00	2.50	7.00	5.53
17.12.09	6.50	9.00	2.50	7.00	6.53
14.01.10	6.50	9.00	2.50	7.00	8.19
16.02.10	6.50	9.00	2.50	7.00	10.13
18.03.10	6.50	9.00	2.50	7.00	9.56
13.04.10	6.50	9.00	2.50	7.00	10.19
18.05.10	6.50	9.00	2.50	7.00	9.10
17.06.10	6.50	9.00	2.50	7.00	8.37
15.07.10	6.50	9.00	2.50	7.00	7.58
19.08.10	6.50	9.00	2.50	7.00	8.33
16.09.10	6.25	8.75	2.50	7.00	9.24
14.10.10	5.75	8.75	3.00	7.00	8.62
11.11.10	1.75	8.75	7.00	7.00	7.29
16.12.10	1.50	9.00	7.50	6.50	6.40
20.01.11	1.50	9.00	7.50	6.25	4.90
15.02.11	1.50	9.00	7.50	6.25	4.16
23.03.11	1.50	9.00	7.50	6.25	3.99
21.04.11	1.50	9.00	7.50	6.25	4.26
25.05.11	1.50	9.00	7.50	6.25	7.17
23.06.11	1.50	9.00	7.50	6.25	6.24
21.07.11	1.50	9.00	7.50	6.25	

zorunlu karşılık oranları üzerine aldığı tedbirleri arttırmak yerine, cari açık sorununun çözümünde diğer kurumların daha etkin rol almasının faydalı olacağını yine ortaya koymuştur.



### TCMB kredileri izliyor...

Faizleri düşük bir düzeyde tutmaya çalışan TCMB'nin, 2011 yılına girerken attığı adımlarda; tüketiciye yönelik beklentisi, kredi hacmindeki artışın sınırlanması ve iç tüketimdeki ivmelenmenin kontrollü seyretmesidir. Yani TCMB, iç tüketim artışının enflasyonist baskı yaratmamasını ve özellikle ithal mallara yönelimin sınırlanmasını istemektedir. Bu noktada kredi hacminin seyri önem taşımaktadır. 2010 yılının Ocak ayından 2011'in Ocak ayına kadar %40'ın üzerinde artış gösteren tüketici kredilerindeki büyümenin, bu yıl %25'in altında kalması istenmektedir. TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını artırmaya sınırlı tepki veren bankalar, BDDK'nın önlemlerini maliyetlerine daha hızlı yansıtmıştır. Buna bağlı olarak kredi alımının artış hızı yavaşlamaktadır. Ancak halen kredi alımının yüksek bir düzeyde olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.



### Fitch'in uyardığı cari açığın sıcak paraya duyarlılığı sürüyor ...

Cari açık riskinin boyutları, Fitch'in yaptığı açıklamaları destekler niteliktedir. Buna göre cari işlemler dengesi 2011 yılının başından beri aylık bazda 6 milyar dolar düzeyinin üzerinde gerçekleşmektedir. Cari açığın finansmanını sağlayan unsur olarak ise tehlikeli bir araç olarak değerlendirilen sıcak para ön plana çıkmaktadır. Sıcak paranın kritik bir dönemde çıkması yerine, daha kontrollü bir süreç girmesini isteyen TCMB; daha önce aldığı adımlarda sıcak paranın daha uzun vadeye yayılmasını hedeflemiştir. Bunun için kısa vadede zorunlu karşılık oranlarını daha yüksek bir düzeyde artırmıştır. TCMB'nin bu adımı sonrasında sıcak paranın en riskli kabul edilen, yani piyasalardan ani olarak çıkma eğiliminde olan bir miktar fon, çıkış gerçekleştirmiştir. Buna bağlı olarak, borsada 2010 yılının sonunda %66.2 olan yabancı payı 2011 yılının Mayıs ayında %62.49 düzeyine gerilemiştir. Bununla birlikte, özellikle özel sektörün tahvil ihraçlarına yönelik ilgisi sıcak paranın genel bir çıkış göstermesini engellemiştir.

## TCMB'den küresel krize hazırım mesajı...

Cari açığın yarattığı kırılganlık üzerine en büyük risk, Avrupa'da meydana gelebilecek olası bir borç krizidir. Para Politikası Kurulu bu konuya toplantı özetinde dikkat çekmektedir. Buna göre Kurul, bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde, faiz koridorunun kademeli olarak daraltılmasının uygun olacağını belirtmiştir. Borç alma ve borç verme arasındaki makasın daraltılması sürecinin borç alma faizinin artırılması yoluyla mı, yoksa borç verme faizlerinin azaltılması ile mi gerçekleştirileceğini açıklamamıştır. Ayrıca Kurul, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetlerin durgunluk sürecine girmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceği ifade etmiştir. Yani zorunlu karşılık oranları ve faizlerin indirilmesi dahil, her olasılığın gündeme gelebileceğini ortaya koymuştur.

## Olası bir krizde en önemli kurtarıcı dalgalı döviz rejimi...

Dalgalı kur rejimi, olası bir küresel krizde, sıcak paranın çıkış hızını kesebilecek bir unsur olarak görünmektedir. Hızlı para çıkışlarında çabuk yükselen kur, rezervlerin hızlı erimesini engellemektedir. Döviz kurundaki yükselişin bir olumlu etkisi de cari açık üzerinde kendisini göstermektedir. Buna göre, kurdaki yükseliş ithal ürünlerine yönelik talebi azaltıp, ihracatta fiyat avantajı yaratarak cari açığı azaltıcı etki göstermektedir. Bu nedenle cari açık riskinin olduğu dönemde döviz kurundaki yükselişlere TCMB daha toleranslı davranmaktadır. TCMB'nin döviz kuruna yönelik müdahaleleri ise, 2006 yılından beri dolaylı olarak gerçekleşmiştir. Buna göre

DOLAYLI MÜDAHALELER		
Tarih	Satım Tutarı (Milyon \$)	Dolar Kuru
Eki.08	100	1,6956
Mar.09	800	1,6330
Nis.09	100	1,6319

TCMB dolar kuruna doğrudan müdahalesini son olarak 26 Haziran 2006 yılında gerçekleştirmiştir. O dönemden bu döneme kadar, dolar kuruna yönelik adımlar dolaylı yollarla gerçekleştirilmiştir. Genel olarak dolarda alım ihaleleri düzenleyen TCMB, kriz sürecinde özellikle Ekim 2008'de Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle şiddetlenen krizde satım ihalelerine yönelmiştir. Buna göre dolar kurunun 1.70'e yaklaştığı noktalarda döviz satım ihalelerine başlamış, dolar kuru 1.60'a yaklaşmaya kadar bu ihaleleri sürdürmüştür. Dolayısıyla 1.70'e yaklaşan dolar kuru böyle bir olasılığı yeniden gündeme getirebilir.

DOĞRUDAN MÜDAHALELER		
Tarih	Alım Tutarı (Milyon \$)	Satım Tutarı (Milyon \$)
11.07.02		3
02.12.02	16	
24.12.02		9
12.05.03	62	
21.05.03	517	
09.06.03	566	
18.07.03	938	
10.09.03	704	
25.09.03	1.442	
16.02.04	1.283	
11.05.04		9
27.01.05	1.347	
09.03.05	2.361	
03.06.05	2.056	
22.07.05	2.366	
04.10.05	3.271	
18.11.05	3.164	
15.02.06	5.441	
13.06.06		494
23.06.06		763
26.06.06		848

## Dolar yeni direnç seviyesi arayışında...

Dolar kurunda kritik bir direnç seviyesi olan 1.6250'nin geçtiğimiz haftalarda kırılması, yeni direnç seviyesi konusunda belirsizlik yaratmıştır. Son 10 yıl dikkate alındığında dolar kurunun mevcut seviyeleri bireysel yatırımcılar açısından 'yüksek' olarak nitelendirilmektedir. 2008 krizinden önce düşük bir düzeyde seyreden, hatta Lehman Brothers'ın iflasının yaşandığı 2008 yılında, henüz kriz patlamadan önce 1.1483 ile dip yapan dolar kuru bu noktadan sonra çıkışa geçmiştir. Buna göre dolar kuru, 2008 yılında 1.7472'yi, 2009 yılında ise 1.8222'yi görmüştür. Bu nokta, bireysel yatırımcıların beklentilerinde değişim olabileceği endişesi ile, TCMB'nin satım ihaleleri düzenlediği seviyelerdir. Bu hareketli yıllar sonrasında dolar kurunda 2010 yılı sakin geçilmiştir.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 *
En Yüksek	0.6925	1.65	1.701	1.77	1.577	1.4145	1.766	1.4625	1.7472	1.8222	1.6115	1.6585
En Düşük	0.5341	0.66	1.293	1.35	1.302	1.2513	1.2998	1.1626	1.1483	1.4389	1.3883	1.5012
Har. Aralığı	0.1584	0.99	0.408	0.42	0.275	0.1632	0.4662	0.2999	0.5989	0.3833	0.2232	0.1573
Kapanış	0.6746	1.4505	1.6555	1.4045	1.3506	1.3514	1.4184	1.1748	1.5443	1.5003	1.539	1.651

\* Temmuz ayına kadarki rakamları içermektedir.

Dolar kurundaki bant hareketi, son 5 yıllık görünümde de hissedilmektedir. Buna göre dolar kuru 2005-2010 yılı arasında dolar kurunun ortalama değeri 1.4090 olmuştur. Bu dilimde en düşük seviye olarak 1.1483, en yüksek nokta olarak ise 1.8222 görülmüştür. Yine bu dilimde en hareketli yıl 2008 olmuştur.

SON 5 YILDA GÖRÜNÜM (2005-2010)	
En Yüksek	1.8222 (2009)
En Düşük	1.1483 (2008)
Ortalama	1.4091
En Hareketli Yıl	2008

2011 yılı içinde seçim öncesinde görece sakin bir seyir izleyen dolar kuru, seçimden sonra yukarı yönde hareketlenmiştir. Dolar kurunun bu yıl içinde yukarı eğilimli seyretmesinde, cari açık problemi nedeniyle ekonomiyi soğutma çalışmalarında ele alınan tedbirler etkili olmuştur. Bu tedbirler ışığında özellikle yabancı portföy yatırımları başlığında ciddi bir çıkış gerçekleşmiş, bu da doları yukarı çekmiştir. Dolar kurundaki bu çıkışa henüz TCMB'den tepki gelmemiştir. Daha önceden dolar kurunun 1.70'e yaklaşması durumunda satım ihalelerine yönelik TCMB'nin bu tip bir adım atması cari açık riski nedeniyle şimdilik zor görünmektedir. Ancak TCMB'nin böyle bir durumda döviz alım ihalelerinde miktarı azalttığı hatta durdurduğu görülebilir.

### **TCMB olası küresel krize dikkat çekti, faiz konusunda paradigmlar değişebilir...**

TCMB'nin bugün gerçekleştirdiği toplantı sonrasında yayınladığı özetteki en kritik madde Avrupa'nın borç sorununa yapılan vurgudur. Buna göre küresel kriz olasılığını senaryolarına dahil eden TCMB'nin, faiz artırım olasılığı zayıflamıştır. TCMB'nin küresel krizin yaşanması için talebin zayıflaması durumunda para politikasını tüm araçları ile gevşetebileceğini belirtmesi bu noktada önemli bir paradigma değişikliği yaratabilir. Dolayısıyla bu veriler ışığında **OKFRAM olarak, TCMB'nin döviz alım ihalelerindeki miktarı azaltabileceğini ve 4. çeyrekte önce faiz artırım ihtimalini gündeme getirmeyeceğini düşünmekteyiz.**