

**Hazırlayan:**

Prof. Dr. Kerem Alkin

Türkiye İMSAD Ekonomi Danışmanı

**Döviz piyasaları, küresel ölçekte ekonomik ve politik gerginliklerin 'kum torbası' oldu. Yatırım araçları arasında en sert fiyatlandırma paritelerde kendisini gösteriyor. TL'nin değerini sadece Türkiye'yi ilgilendiren gelişmeler değil, çevre ülkelerdeki sorunlar da etkilemekte. Dolar güçlenmesini sürdürür ise, dolar-TL 2,26-2,30 TL bandına oturabilir.**

- Geçtiğimiz haftanın en kritik konu başlıklarından birisi, dünyanın önde gelen 6 para birimi karşısında ABD Doları'nın durumunu, pozisyonunu gösteren Dolar Endeksi'nin geldiği seviye idi. **Hatırlatmak açısından, son 5 yıl içerisinde, en yüksek değer olarak, gün içi işlem değerinde 88,708 puanı, kapanışta da 88,405 puanı 7 Haziran 2010'da görmüş olan Dolar Endeksi, 6 Kasım 2014 perşembe günü, gün içi işlemlerde 88,146 puanı, kapanışta da 88,012 puanı gördü.** Bu durum, 4.5 yıl sonra doların tekrar önde gelen paralar karşısında en yüksek değeri bir kez daha test etmesinin zor olmadığına işaret etti.
- Para politikası cephesindeki cesur adımları sonrasında, ABD'nin Euro Bölgesi ile Japonya karşılaştırıldığında, ekonomisini küresel krizin etkilerinden en fazla çekip çıkarabilmiş ülke özelliği göstermesi, bunun bir parçası olarak da, **ABD tahvillerinin 'güvenilir liman' olarak algılanması, doların değerini doğrudan etkiliyor.** Bu arada, hatırlatmamda yarar var; 1997 yılında da 88 puan düzeyini gören Dolar Endeksi'nin, sürekli tırmanarak, 2000-2001 döneminde, euro-dolar paritesi bir ara en dip seviye olarak 0,78 doları görmüş ve 0,82 dolar değerlerinde gezerken, 115 ile 122 puan arasını test etmişliği de var. O seviyelerden 2005 yılına kadar ara vermeden düşerek, 80 puanı görmüşlüğü, ardından 2006'da 92 puanı test etmesi ve 2008 küresel krizinin başlangıcında 70 puanın altını da görmüşlüğü de var.
- **Grafiksel analizler, esasen, Dolar Endeksi'nde 88-90 puan aralığında bir sıkışmaya işaret ediyor.** Bu durumda, doların değer kazanmayı sürdürerek, Dolar Endeksi'nde 90 puanı kırması, yeni bir trendin oluşması anlamına gelebilir. Ancak, bu durum, 2011 yılından bu yana dünya mal ihracatında Almanya'yı geçmeyi başarmış ve ihracat yapmayı da sevmeye başlamış olan ABD ekonomisi için, ihracattaki avantajını hızla kaybetmesi anlamına gelecektir. **ABD ekonomisinin iç ekonomik dengeleri tam**

olarak yerine oturmamışken ve ABD şirketleri ihracatlarından da nemalanmaktan memnun iken, doların bu derece değer kazanması keyifsizliğe yol açabilir. Bu nedenle, ABD cephesinde, dolardaki bu değer artışının bir şekilde sakinleşmesi arzu edilecektir.

- ABD Merkez Bankası (FED) 3 parasal genişleme kararı ve süreci (QE) ile, doların değerine rekabet edilebilir bir düzey kazandırdı ve ABD'nin ihraç malları bu imkandan fazlasıyla yararlandı. Bunun doğal sonucu olarak, **2013 yılı sonu itibariyle, Çin 2 trilyon 209 milyar dolar ile dünya mal ihracatında 1. sırada yer alırken, ABD 1 trilyon 580 milyar dolar ile, 3. sırada yer alan ve 1 trilyon 453 milyar dolar ihracat yapan Almanya'nın bir üstünde, 2. sırada yer almakta.** 4. sırada yer alan Japonya ile birlikte, bir anda yıllık ihracat hacmi 715 milyar dolara düşüyor. 30. sırada yer alan Çek Cumhuriyeti'nin 162 milyar dolarlık ihracatı nedeniyle, Türkiye ihracatta ilk 30'da yok; ama, en yüksek ithalat yapan ülkeler sıralamasında, 252 milyar dolar ile dünyada 19. sırada. Bu durumda, ABD dünya mal ihracatındaki ikincilik konumunu kaybetmek istemeyecektir.
- Türk Lirası ise, pek çok etkene bağlı olarak, tepkilere çok açık gözüküyor. Geçtiğimiz hafta ortasında, uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's in İstanbul'da gerçekleştirdiği 'Türkiye Ekonomisi' değerlendirme toplantısında, var olan risklere çok fazla atıfta bulunulması ve Rusya'nın para birimi Ruble'nin yine geçtiğimiz hafta ciddi değer kayıpları yaşaması, TL'yi de doğrudan etkileyerek, 7 Kasım cuma günü 2,28 TL'nin üstünü görmemize sebep oldu ve haftayı 2,2581 TL'den kapattı. TL, 10 Kasım'la başlayan yeni haftaya, dolar karşısında 2,2520 TL'nin altından başlıyor gözüküyor. Bu arada, ekim ayı için yüzde 1,78 ile 1,83 arası beklenen aylık Tüketici Fiyatları Endeksi aylık artış oranının da (TÜFE veya Talep Enflasyonu) yüzde 1,96 gelmesi, TL'nin değer kaybında belirli bir etkiye sebep oldu.
- Özellikle, 6 Kasım perşembe günü, Başbakan Yardımcısı Babacan başta olmak üzere, Ekonomi Koordinasyon Kurulu'nu (EKK) oluşturan tüm bakanları yanına alarak bir basın toplantısı yapan Başbakan Davutoğlu'nun açıkladığı yeni büyüme modeline yönelik stratejik program başlıkları esnasında gündeme gelen dolar cinsinden GSYH verilerindeki hesaplama hatası da medyaya fazlasıyla yansdı. 2015 ile 2018 arasında hedef enflasyon değerleri üzerinden dahi, birikimli enflasyon yüzde 30 gibi bir değere işaret ederken, döviz kurlarındaki artışın birikimli, yani kümülatif olarak sadece yüzde 7 düzeyinde tutulmuş olması, aşırı iyimser döviz kurlarına yönelik, 2 TL'nin altında dahi bırakılmış döviz kurlarına yönelik eleştirileri de beraberinde getirdi.

- Geçen hafta raporda dile getirdiğimiz şu noktayı atlamayalım: " Şubat'tan itibaren gerileyen kurlar ve toparlanan TL ile, endeks geçtiğimiz temmuz ayında 109,84 puanı gördü ve eylül sonu 109,27 puan düzeyinde. Şimdi, eylül sonundan, ekim ayı sonuna 2,29 TL'den 2,19 TL'ye gelmiş bir dolar-TL kuru var ve 2,59 TL'den 2,49 TL'nin dahi altını zorlamış bir sepet kur var. Tersine, enerjiye yapılan zamlar ile, 2013 yılı ekim ayında açıklanan yüzde 1,8 düzeyindeki aylık TÜFE artış oranı, yani TÜFE enflasyonu kadar çıkmasa da, yine yüzde 1,8 civarında çıkabilecek bir aylık enflasyonumuz var. Bu durumda, tartılı efektif reel kur endeksinin ekim ayında 110 puanı aşması ve TL'nin değer kazanmayı sürdürmesi, bir risk olarak iyi analiz etmemiz gereken bir konudur."
- Bu uyarımız doğrultusunda, TCMB'nin açıkladığı ve TL'nin küresel rekabet ve dış ticaret hadleri açısından konumunu gösteren Tartılı Efektif Reel Kur Endeksi, bu yılın ocak ayında dolar-TL kuru 2,40 TL'yi zorlamış ve TCMB 28 Ocak'ta 5,5 puanlık 'şok' faiz artışı yapmışken, 101,5 puan düzeyindeyken, mayıs ayında 109,89 puanı görmüş, ağustos ile eylül aylarında sırasıyla 109,21 ve 109,27 puan düzeyindeyken, yüksek enflasyonla, ekim ayında 110,43 puana sıçradı. 110 puanın kırılması, Türkiye'nin 2014 ve 2015 yılı büyümelerine net ihracatın katkıda bulunması adına, TL'nin değer kazanması anlamında riskin arttığına işaret etmektedir. Bu nedenle, ufukta TL için 2,26-2,30 TL, bu seviye sonrasında da, 2,28-,232 TL düzeyi gözükmektedir.
- Gelelim, geçtiğimiz hafta dolar-TL kurunu 2,28 TL düzeyine getiren etkenlere. Bu etkenler arasında, 3 Kasım pazartesi günü ekim ayı enflasyonun yüksek çıkması da var; TCMB'nin faiz indirmesi gerektiğine dair süregelen ekonomi-politik tartışmalar da var. Bu etkenler arasında iki önemli konudan ilkinde, Moody's in İstanbul toplantısına baktığımızda, öncelikle, toplantı öncesi bir rapor yayınlayan Moody's, Türkiye'nin merkez bankası döviz rezervlerinin benzer gelişen ülkelere oranla daha zayıf olduğuna işaret etti. Türkiye'ye doğrudan yabancı sermaye girişinin cari açığın yüzde 28'i düzeyine indiğini belirten Moody's, cari açığın finansman kalitesinde bozulma olduğunu da vurguladı.
- Tasarrufların düşük olmasının cari açıktaki bozulmayı artırdığını belirten Moody's, dış borçlanmada artış eğiliminin devam etmesinin beklendiğini ve dış borçların kısa vadeli yapısının risk oluşturduğunu da işaret etti. Türkiye'nin ABD Merkez Bankası FED'in para politikasındaki normalleşmeye karşı kırılganlığının arttığının da altını çizen Moody's; kamu borcunun azlığı ve düşük bütçe açığının Türk

ekonomisinin güçlü yanları olduğunu belirtti. Moody's e göre, 2015'deki genel seçimlere kadar, ekonomik politikadaki belirsizlik sürece ve bu durum büyümenin düşük kalmasına sebep olacak. Türkiye'deki 8. toplantısını gerçekleştiren Moody's, Türkiye'nin derecelendirme notunun korunması adına üç faktörün önemli olacağını altını çizdi: 1) Cari açığın uzun süre devam etme riski 2) Güneyde yaşanan olayların ülke içine yayılabilme riski 3) Kurumların güçlü olması ve politika öngörülebilirlik riski.

- Moody's Kıdemli Analisti Alpone Banerji, Türkiye'de cari açığın enerji ithalatı ve iç talebin fazla olmasından dolayı yüksek olduğunu dile getirerek, Türkiye'nin cari açık konusunda hassasiyetinin uzun bir süre devam edeceğini ifade etti. Türkiye ekonomisindeki yapılanmanın ister istemez cari açığa yol açtığını söyleyen Banerji, "Cari açığınızı kapatabilmek için her zaman dış finansmana ihtiyaç duyacaksınız" ifadelerini kullandı. Banerji ayrıca kendi beklentilerinin Türkiye'de cari açığın yüzde 5-5.5 seviyelerinde devam edeceği yönünde olduğunu belirterek, bunun en büyük nedeninin ise yerel tasarruf seviyelerindeki düşüklük olduğunu belirtti. Maliye Bakanı Mehmet Şimşek de, Ekonomi Yönetimi'nin bu riskin farkında olduğu noktasında, 2015 yılı merkezi yönetim bütçesine dair yaptığı açıklamada, tasarruf oranını bu yıl için yüzde 15 seviyesinde beklediklerini ve hedeflerinin 2017 yılına kadar yüzde 17 seviyesinde bir tasarrufa ulaşmak olduğunu belirtmişti.
- Moody's analisti Türkiye'nin kredi notunun güçlü olmasında "bölgesel merkez" olmasının ve jeopolitik konumunun önemli olduğunu söyleyerek, "Son dönemlerdeki gelişmelere rağmen Türkiye'nin jeopolitik konumu ve komşularıyla ilişkisi kendisi için bir güç. Bununla birlikte, hükümetin yapısal reformlar üzerinden direkt yabancı yatırım çekmesi çok önemli bir faktör olmaya devam edecek" ifadelerini kullandı. Ülke içindeki siyasi ortamın tüketici güvenini etkilediğini ve dolayısıyla da kredi notu üzerinde etki yarattığını söyleyen Banerji, çözüm süreci konusunda da yine jeopolitik gelişmeleri hatırlattı ve komşu ülkelerde yaşananların sınır ötesine taşma potansiyeli taşıdığını ve bunun da çözüm sürecini etkileyebileceğini söyledi. Moody's tarafından altı ısrarla çizilen bir başka konu ise, kurumların güçlü olması ve bu kurumlar tarafından belirlenen politikaların öngörülebilirliği oldu.
- Özellikle, yakın dönemde Hazine ve benzeri kuruluşlardan gerçekleşen görevden almalarla beraber kurumların işlevselliği konusu yeniden gündeme gelirken Moody's, Türkiye'nin bu konuda son 10 yılda oldukça hızlı bir gelişme gösterdiğini fakat bu gelişimin son yıllarda hız kestiğini belirtti. "Bizim için kurumsal güç demek politika öngörülebilirliği ve politika verimliliğidir" diyen Banerji, "Buna dair de bizim

izlediğimiz göstergeler Dünya Bankası tarafından belirlenen Yönetim Göstergeleridir. Bu göstergeler arasında bizim yoğunlaştığımız noktalar ise, hükümetin verimliliği, hukukun üstünlüğü ve rüşvet konularıdır. Türkiye'ye baktığımızda, diğer ülkelerle karşılaştırsak, bu üç alanda da son 10 yılda iyi bir performans gösterildi. Her ne kadar, bu gelişim son yıllarda hız kesse de, devam ediyor. O yüzden kurumsal güçlülük konusunda, Türkiye diğer ülkelere bakıldığında daha iyi bir performans sergiliyor” ifadelerini kullandı.

- **Moody's yetkilileri, geçtiğimiz haftaki İstanbul toplantısında, toplantıya katılan piyasa profesyonellerin sorduğu 'Türkiye Hükümetinin kontratlarını iptal etme ihtimaline karşın endişeli olup olmadıkları' sorusuna ise yorum yapmamayı tercih etti. Hatırlanacak olur ise, Türkiye'nin derecelendirme not değerlendirmesinde, Hükümet ve Hazine tarafından yeterince objektif davranmadığı düşünülen Standart&Poors'un kontratı iptal edilmişti. Banerji, Aralık ayında yapılacak gözden geçirmenin gelişmelere göre ertelenebileceğini, bu tarihin “piyasa şeffaflığı” adına, 2013 yılında belirlenmiş ve açıklanmış tarih olduğunu dile getirdi.**
- **Yine hatırlayalım, geçtiğimiz ağustos ayında Moody's tarafından açıklanması planlanan rapor bilinmeyen bir nedenden dolayı açıklanmamıştı ve herkes bu durumu, tam da Cumhurbaşkanlığı Seçimi'nin ilk turunun hemen öncesindeki cuma gününe rast gelen rapor yayınlama tarihi nedeniyle, Moody's in bu tarihi atladığı düşünülmüştü. Şimdi, ilginçtir, Moody's 5 Aralık'ta da bir rapor açıklamayabileceğini ifade etmiş durumda. Böyle bir gelişmenin, 5 Aralık'ta Türkiye'nin görünümü ve notunun Moody's ce otomatik olarak teyit edilmesi anlamına gelmesi itibarıyla, hisse senedi ve tahvil piyasasına olumlu yönde etkisi olabilir.**
- Gelelim, üzerindeki ambargo baskısına rağmen, tanklarını ısrarla hala Ukrayna üzerine süren Rusya'ya yönelik yaptırımların etkisine. Almanya Federal Başbakanı Merkel'in Rusya'ya yönelik yaptırımların sertleştirilmesini vurguladığı bir hafta, finansal ambargo baskısında olan Rus ekonomisinde, Rus şirketlerinin vadesi gelen 44 milyar dolarlık dış borç ödemesinin yeniden yapılandırılıp yapılandırılmayacağı, Rusya'nın dünyadan kredi bulup bulamayacağı tartışma konusu. Bu noktada, rubledeki gerilemenin önünü bir türlü alamayan Rusya Merkez Bankası'ndan yeniden müdahale sinyali gelmiş durumda. 7 Kasım cuma günü, Rusya MB'nin internet sitesinden yaptığı açıklamada, petrol fiyatları ile gerilemeyi sürdüren rublenin mali istikrara tehdit oluşturabileceği belirtilirken, gerekli para politikası araçlarının kullanılacağı ifade edildi.

- Gerçekleştirdiği 1,5 puanlık para politikası faiz oranı artışının yetmediği eleştirilerine maruz kalan Rusya MB, dolar talebinin mali istikrar noktasında tehdit teşkil ettiğini ifade ederek, 'her an' döviz müdahalelerini arttırabileceğini ve farklı finans piyasası araçlarını kullanabileceğini dile getirdi. Rublenin yeni politikalara uyum sağlaması için zamana ihtiyacı olduğu belirtilen açıklamada, bu süreçte rublenin oynaklığının devam edeceği tahmini de yer aldı. Ruble açıklama sonrasında dolar karşısında kazancını artırırken, haftayı 46.6180 seviyesinden kapattı. Ruble gelişen piyasa para birimleri arasında bu yıl en çok değer kaybeden para birimi olurken, sadece 6-7 Kasım'da, iki günlük kaybı bugün yüzde 7'yi buldu.
- Rusya Ekonomi Bakanı Aleksi Ulyukayev, rublenin değer kaybının yıllık bazda enflasyona yüzde 4 civarında olumsuz etkisi olacağını söyledi. Rus Bakana göre yıllık enflasyon rakamı yüzde 8,5'in altın olmaz. Bakan açıklamasında, "Rublenin devalüasyonu doğrudan ve dolaylı olarak enflasyona etki ediyor. Yüzde 55 dolar ve yüzde 45 avrodan oluşan sepet yüzde 35, dolar da yüzde 40 devalüe oldu. Bunun enflasyona sadece bu yıl için en azından yüzde 4 artı etkisi olur." dedi. Enflasyonun 2014'de yüzde 8,5'in altında olma ihtimalinin olmadığına değinen Bakan, "Şubat ve Mart 2015'de keskin bir enflasyon rakamları görülecek. Sonrasında düşüş olabilir" öngörüsünde bulundu. Rusya Merkez Bankası'nın rubleye günlük müdahale miktarını 350 milyon dolarla sınırladığı 5 Kasım kararlarının ardından dolar hızla yükselmiş ve 48 ruble seviyesine çıkmıştı.
- Merkez Bankası rublenin serbest dalgalanması için çalışmalarını sürdürüyor. Rus Bakan rublenin değer kaybının ekonomik büyümeye pozitif etkisi olacağı yönündeki değerlendirmelere de katılmadığını söyledi. Devalüasyonun kısa vadede ithal edilen ürünlere göre yerli ürünlerin rekabet gücünü artırdığını ifade eden Ulyukayev, büyüme için yatırımın en önemli etki gücüne sahip olduğunu vurguladı.
- **Geçtiğimiz hafta, Fransa Merkez Bankası'nın düzenlediği 'Merkez Bankacılığı'nın Yol Haritası' konulu sempozyuma katılan dünyanın önde gelen merkez bankalarının başkan ve temsilcileri, dünyanın bir süre daha düşük faiz oranlarına ihtiyaç duyacağını belirterek, 6 yıldır süren gevşek para politikalarının artan maliyetleri noktasında uyarılarda bulundular.** FED Başkanı Janet Yellen, Japonya Merkez Bankası Başkanı Kuroda, BlackRock'tan Laurence D. Fink ve Allianz'dan Muhammed El Erian gibi isimlerin en çok üstünde durdukları nokta 'kolay para' politikalarının sakıncaları oldu. Verilen mesajlar arasında merkez bankalarının teşvik politikalarının, ekonomilerini modernize etme noktasına hükümetlerin üstündeki

baskıyı artırdığı ve tasarruf edenleri cezalandırdığı gibi uyarılar yer aldı. Genişlemeci politikaların varlık balonlarını şişirdiği ve finans piyasalarını likiditeye aşırı bağımlı hale getirerek, volatilitelere karşı kırılğan kıldığı da belirtildi.

- **Allianz'ın baş ekonomik danışmanı Muhammed El Erian "Bugünlerde merkez bankalarına gereğinden fazla iş düşüyor. Bu bir yolculuk, henüz son durağa gelmedik. Yolculuk çok uzun sürecek olursa, merkez bankaları sorunun çözümü olmak yerine sorunun parçası olmaya başlayabilir" yorumlarını yaptı.** FED Başkanı Yellen ise, gevşek para politikalarının halen geçerli olduğunu belirtirken, meslektaşlarına ekonomik büyümeyi sağlama ve enflasyon hedeflerine ulaşmak adına alışılmamış olanlar dahil ellerindeki tüm araçları kullanmaları gerektiğini söyledi. Sempozyuma konuşmacı olarak katılan bir başka isim olan **Uluslararası Para Fonu (IMF) Başkanı Christine Lagarde da hükümetlere mümkün olması halinde harcama yapmaları ve ekonomilerini daha esnek hale getirmeleri tavsiyelerinde bulundu.**
- **Ons başına bin doları kırmasından endişe duyulan altın fiyatlarının, dolar güçlendikçe gerilemesi, piyasaların gündemindeki bir diğer konu başlığı. Uluslararası ekonomi ve finans haber ajansı Bloomberg anketi, piyasa profesyonellerinin, güçlenen doların fiyatlara baskı uygulaması ile, altın fiyatlarında gelecek yıl yüzde 13'ün üzerinde gerileme beklediklerine işaret ediyor.** Singapur'da bulunan Oversea-Chinese Banking Corp. ekonomistlerinden Barnabas Gan, "Fiyatlar ons başına 1,000 dolara, hatta ABD ve küresel ekonomik büyümeye bağlı olarak daha da aşağıya düşecek" derken, dünyanın en büyük iki tüketicisi Çin ve Hindistan'da taleplerin toparlanmasının da bunu kırmak için yeterli olmayacağını sözlerine ekledi.
- Altın geçtiğimiz hafta Nisan 2010'dan bu yana en düşüğe gerilerken, ABD doları önemli para birimleri karşısında beş yıldan uzun bir sürenin en güçlü seviyelerinde. FED varlık alımlarını sonlandırırken, politika faizini ne zaman artıracığını görüşüyor. Avrupa ve Japonya ise bu süreçte teşvikleri artırarak ekonomilerine destek oluyor. Goldman Sachs Group Inc., Societe Generale SA ve ABN Amro Group NV de ayrıca düşüşlerin süreceği tahmininde bulunan diğer kurumlar. Gan Bloomberg Televizyonu'na verdiği bir röportajda, "Gelecek yıl için tahminim aslında 1,000 dolar, fakat bu tahminde aşağı yönlü bir pay da var. Bu aşağı yönlü riskin büyük bölümü ABD ekonomisinin ve doların ne kadar güçlü olacağına bağlı" ifadelerini kullandı. Gan son sekiz çeyrekte yaptığı tahminlerle en yakın ikinci tahminci konumunda bulunuyor.