

Makroskop

28 Nisan - 4 Mayıs 2008

Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu

Haluk Bürümcekçi (Yönetici Direktör)
Tel: 0212 318 34 49
Email: haluk.burumcekci@fortis.com.tr

H. Erkin Işık, CFA (Yönetici)
Tel: 0212 318 34 05
Email: erkin.isik@fortis.com.tr

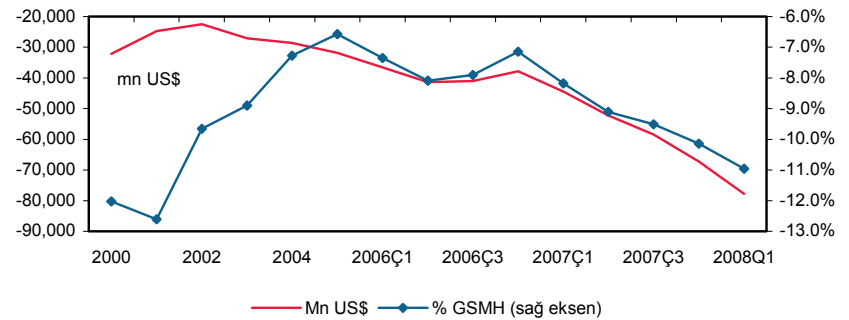
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Yeterince Açık...

Küresel kredi koşullarının uzun süre rahat gitmesi, yurtiçinde şirketler kesiminin uzun vadeli dış borçlanmasının 2005 yılından itibaren adeta patlama göstermesine neden olan ortamı hazırlamıştır. Uzun yıllar boyunca 30 mlr dolar civarında seyreden bu tür krediler 2007 yılı sonunda 89 mlr dolara, küresel kredi koşullarındaki kötüleşme işaretlerine rağmen 2008 yılı ilk çeyreği sonunda ise kendi hesaplamalarımıza göre 97.7 mlr dolara kadar çıkmıştır. Daha önce de aktardığımız gibi, veriler bu borcun yarısından fazlasının 5 yıl ve daha uzun vadeli olduğunu göstermektedir. Ancak kısa vadede yenilenmesi gereken dış borcun (şirketler kesiminin 2008 ve 2009 yıllarında yapacağı geri ödeme 21.6 ve 13.4 mlr dolar) yüksek düzeylerde bulunması, kredi koşullarının kötüleştiği ve kurların yükseldiği bir dönemde, ister arz (kredi yenilemede isteksizlik) isterse talep tarafından (kur riskini azaltmak için kredinin kapatılması) kaynaklansın, nihayetinde döviz piyasasına gelecek döviz arzını olumsuz etkileme potansiyeline sahip olacaktır. Yabancıların portföy yatırımlarında yavaşlama veri iken, doğrudan yatırımlarda azalma işaretleri ve yurtiçi yerleşiklerin de içerideki risklerle döviz bozdurmada daha ihtiyatlı olması, şirketlerin kredi akımlarının ve bu doğrultuda verecekleri pozisyon kararlarının döviz piyasası açısından önemini bir kat daha artırmıştır. Dalga dalga yayılan temkin, YTL'de oluşan değer kaybını bir trend haline dönüştürürse, bir diğer kaybeden enflasyon görünümü ve bu doğrultuda para politikası açısından işi daha da zorlaşacak olan Merkez Bankası olacaktır. Normal koşullarda, büyümeyi ciddi boyutta olumsuz etkileyebilecek bu görünüm altında bir Merkez Bankası'ndan beklenebilecek tepkiler gelemeyecek, tersine daha temkinli olma gereğini Banka da hissedecektir. Bu bağlamda, Türkiye'de banka dışı özel kesimin bu zor döneme nasıl bir döviz pozisyon dengesi ile girdiğini ortaya koymanın faydalı olacağını düşünüyoruz.

Şirketlerin Döviz Pozisyon Açıkları



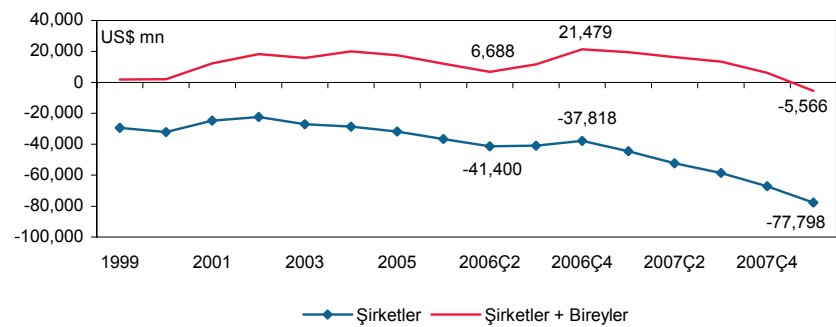
Kaynak: TCMB, BDDK, MKK, kendi hesaplamalarımız

Bu kapsamda, yeni verilerin gelmesi ve ilk çeyrekte belirgin kur artışı yaşanması sonrası konunun tekrar gündemde önemli bir yer edinmesi nedeniyle en son

Ekim 2007'de yayınladığımız **Şirketlerin ve Bireylerin Kur Riski** çalışmamızın bulgularını, yeni verilerle güncelledik.¹ Hesaplamalarımızda ihtiyaç duyduğumuz TCMB'nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu verileri 2007'nin tamamı için yayınlanmıştır. Biz de ödemeler dengesi istatistiklerini kullanarak Ocak-Şubat döneminde gerçekleşen borçlanmaları hesaba katarak 2008 yılı ilk çeyrek sonu için verileri tahmin ettik. Yurtiçi pozisyona yönelik veriler ise zaten yayınlanmıştır. Bu doğrultuda, elde ettiğimiz bulguları aşağıda özetliyoruz:

- Şirketler kesiminin döviz açık pozisyonu 2007 yılında 29.4 mlr dolar artışla 67.2 mlr dolara ulaşmıştır. Bu yıl ise açık pozisyon, kurlarda belirgin artışın Mart ayında görülmesi nedeniyle yükselişini sürdürerek 10.5 mlr dolar daha artışla ilk çeyrek sonunda 77.8 mlr dolarlık yeni rekor seviyesine ulaşmıştır. Yurtiçi hasılaya oranla baktığımızda da bu seviyenin % 11 ile 2000 – 2001 yıllarının halen altında kalsa da bu dönemdeki riske çok yaklaşıldığını yansıtmaktadır.
- 2007 yılı ve 2008 yılı ilk çeyreği toplamındaki 39.9 mlr dolarlık açık pozisyon artışında uzun vadeli kredilerdeki 38.1 mlr dolarlık yükselişin önemli etkisi olmuştur. Bunun dışında da dış ticaret hacmindeki artışla ithalat borçları da aynı dönemde 2.6 mlr dolar yükselmiştir.
- Gerçek kişilere baktığımızda ise, 2006 yılının ikinci yarısında başlayan döviz pozisyonlarında artış eğilimi 2007 yılında da korunmuş ve bu kesimdeki döviz fazlası yılsonunda 73.5 mlr dolara yükselmiştir. Bu yılın ilk çeyreğinde ise, belirgin kur artışları DTH'larda çözüme getirmiş ve söz konusu fazla 72.2 mlr dolara gerilemiştir. Yurtiçi hasılaya oranla ise, 2007 yılı ilk yarısı sonundaki % 12'lik zirve noktasından bu yıl ilk çeyrek sonunda % 10.2'ye inilmiştir. Yurtiçi görünüme ilişkin belirsizliklerin artması risk algılamasını olumsuz etkileyerek buradaki çözülmeyi sınırlamaktadır.
- Birlikte değerlendirildiğinde, tüzel kişilerin ve bireylerin toplam döviz pozisyon dengesi, 2001 krizi öncesinde bile görmediği bir noktaya gelmiş ve bu yıl ilk çeyrek sonunda tarihinde ilk kez 5.5 mlr dolar düzeyinde bir açığa işaret etmiştir. Yani yerleşik gerçek kişilerin döviz varlıklarının şirketlerde oluşan net döviz yükümlülüğünü artık karşılamadığını yansıtmıştır. Ancak, Türkiye'nin net döviz pozisyonu da diyebileceğimiz bu açık halen yurtiçi hasılaya oranla % 0.8 ile düşük bir seviyededir.

Yurtiçi Banka Dışı Özel Kesimin Döviz Pozisyonları (Şirketler + Bireyler)



Kaynak: TCMB, BDDK, MKK, kendi hesaplamalarımız

Sonuç olarak, yılın ilk çeyreği sonunda şirketler kesiminde açık pozisyonun 77.5 mlr dolar ile rekor seviyeye ulaşması ve bireylerdeki döviz varlıklarının da dahil edildiği döviz pozisyonunun ilk kez açık vermesi, 2006 yılı ortasındaki türbülans öncesine göre daha zayıf ve riske daha açık bir görünümü yansıtmaktadır.

¹ Not: Hesaplama ayrıntıları ve detaylı bilgi için aşağıdaki linki kullanabilirsiniz: http://www.fortis.com.tr/bilgibankasi/pdf/makrodak_sirket_ve_bireylerin_kur_riski_aralik2006.pdf

Banka Dışı Kesimin Döviz Pozisyonlarındaki Gelişmeler (Mn US\$)

	2004	2005	2006Ç2	2006Ç4	2007Ç4	2008Q1	Değişim		
							4Ç05 - 2Ç06	2Ç06 - 4Ç06	4Ç06 - 1Ç08
Tüzel Kişilerin Net Yurtdışı Pozisyonu	-21,897	-25,358	-34,933	-35,557	-63,363	-71,299	-9,575	-624	-35,742
Varlıklar	21,155	25,370	28,228	36,803	41,376	42,349	2,858	8,575	5,546
İhracat Alacakları	7,005	6,721	7,688	9,584	11,989	12,989	967	1,896	3,405
Döviz varlıkları ve mevduatlar	14,000	18,296	20,164	26,739	28,860	28,860	1,868	6,575	2,121
Menkul Kıymet ve Para Piyasası	150	353	376	480	527	500	23	104	20
Yükümlülükler	43,052	50,728	63,161	72,360	104,739	113,648	12,433	9,199	41,288
İthalat Borçları	9,088	10,674	11,383	11,354	14,091	14,000	709	-29	2,646
Krediler	33,964	40,054	51,778	61,006	90,648	99,648	11,724	9,228	38,642
Uzun vade	32,518	38,866	50,519	59,623	89,051	97,751	11,653	9,104	38,128
Kısa vade	1,446	1,188	1,259	1,383	1,597	1,897	71	124	514
Yurtiçi Net Pozisyon	41,882	42,792	41,621	57,036	69,621	65,733	-1,171	15,415	8,697
Gerçek Kişiler	48,564	49,218	48,088	59,297	73,493	72,233	-1,130	11,209	12,936
Tüzel Kişiler	-6,682	-6,426	-6,467	-2,261	-3,873	-6,499	-41	4,206	-4,239
Gerçek Kişiler Net Pozisyonu	48,564	49,218	48,088	59,297	73,493	72,233	-1,130	11,209	12,936
Tüzel Kişiler Net Pozisyonu	-28,579	-31,784	-41,400	-37,818	-67,236	-77,798	-9,616	3,582	-39,981
Tüzel+ Gerçek Kişiler Net Pozisyonu	19,985	17,434	6,688	21,479	6,258	-5,566	-10,746	14,791	-27,045
Gerçek Kişiler / GSYH	12.4%	10.2%	9.4%	11.2%	11.1%	10.2%	-0.8%	1.8%	-1.0%
Tüzel Kişiler / GSYH	-7.3%	-6.6%	-8.1%	-7.1%	-10.1%	-11.0%	-1.5%	0.9%	-3.8%
Toplam / GSYH	5.1%	3.6%	1.3%	4.1%	0.9%	-0.8%	-2.3%	2.8%	-4.8%

Kaynak: TCMB, BDDK, TMSF, İş-Kur, TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Çarşamba günü Merkez Bankası'nın Enflasyon Raporu, Açık Mektup ve PPK özetleri yayınlanacak ve Banka'nın değişen görünüm altında faiz tutumu biraz daha netleşecek. Aynı gün Hazine'nin Mayıs ayı borçlanma programı da açıklanacak. 4.7 mlr dolar döviz cinsi ve 2.2 mlr YTL de nakit dışı iç borç servisi gerçekleşeceğini hesaplıyoruz.
- Yurtdışında ise ABD'de Fed'in faiz kararı, birinci çeyrek büyümesi, tarım dışı istihdam ve ISM endeksi gibi ekonomik görünüm açısından en kritik açıklamaların gündemde olacağı bir hafta olacak. Euro Bölgesi'nde de yine PMI endeksi önemli olacak. Bu arada, Salı günü Japonya'da, Perşembe günü ise Avrupa'da piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	İthalat, Mart	US\$ mn	30 Nis., 17:00	16,500	16,700
Yüksek	İhracat, Mart	US\$ mn	30 Nis., 17:00	11,500	11,254
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Nis.	% aylık	1 May., 12:00	3.5	-
Orta	TİM İhracat, Nis.	US\$ mn	1 May.	11,300	-
Yüksek	TÜFE, Nis.	% aylık	2 May., 17:00	1.5	-
Yüksek	ÜFE, Nis.	% aylık	2 May., 17:00	4.1	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	C. Schiller Konut Fiyat End., Şub.	% aylık	29 Nis., 16:00	-
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Nis.	-	29 Nis., 17:00	62.0
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Nis.	bin	30 Nis., 15:15	-40.0
Yüksek	ABD	Büyüme, 1Ç	% çeyreklik	30 Nis., 15:30	0.2
Yüksek	ABD	Fed Faiz Kararı	%	30 Nis., 21:15	2.00
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, Nis.	%	30 Nis.	0.5
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Mart	% aylık	1 May., 15:30	0.2
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi İSM Endeksi, Nis.	-	1 May., 17:00	48.4
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Nis.	-	2 May., 11:00	50.8
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstih. & İşsiz. Or., Nis.	bin & %	2 May., 15:30	-75.0 & 5.2

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	727.5	794.6	842.3
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	10.0	6.5	3.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	8.5	6.2	4.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-68.0	-66.7	-65.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	121.9	138.1	155.8
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	189.9	204.8	221.2
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.4	-42.9	-40.1	-37.5
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7%	-5.9%	-5.0%	-4.4%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	25 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2914	1.3200	1.3600	1.3500	1.3300	1.3300	1.3400
EUR/YTL	2.0360	2.0600	2.0950	2.0400	1.9400	2.0000	1.8800
Döviz Sepeti	3.3274	3.3800	3.4550	3.3900	3.2700	3.3300	3.2200
EUR/USD	1.5766	1.5610	1.5400	1.5100	1.4590	1.5040	1.4030
O/N	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	13.75%
Gösterge Tahvil	18.70%	18.50%	18.50%	18.00%	16.20%	17.50%	14.75%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank, Fransa 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex Fransa Tel: +33 1 55 67 72 00
Fortis Bank Almanya Christophstrasse 33-37 50670 Cologne Almanya Tel: +49 221 161 13 30	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Polonya Tel: +48 22 566 90 00	Fortis Bank Portekiz Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portekiz Tel: +351 213 13 93 16	Fortis Bank Singapur 63 Market Street #21-01 Singapur 048942 Tel: +65 65 38 03 90	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

Bu bültende yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu bültendeki gerekse bu bültende kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden olduğu gibi bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan ve üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan, velhasıl her ne surette olursa olsun kullanımı olumsuz etkileyecek her türlü sonuçtan dolayı Fortis Bank AŞ veya Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin ve ayrıca her ne nam altında olursa olsun her ne akitle bağlı olursa olsun her türlü çalışana hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır, fonların portföylerinin geçmiş döneme ilişkin getirileri gelecek dönemlerin göstergesi olamaz. Katılma Paylarının değeri menkul kıymet piyasalarındaki şartlara göre her zaman iniş ve çıkışlar (dalgalanmalar) gösterebilir. Fevkalade değişken ve profesyonel bir piyasada oluşan işbu bilgiler, hiçbir surette gönderenleri ilzam etmez ve/veya sorumlu kılmaz. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.