

Makroskop

17 - 23 Kasım 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

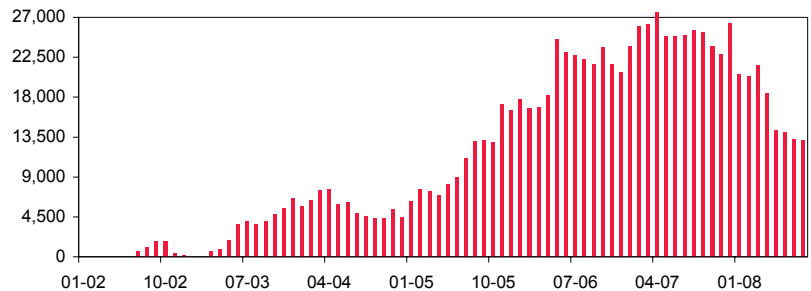
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Borcum Borç Olsun...

Geride kalan haftanın getirdiği en önemli yenilik, reel sektörün 2009 yılına kalmadan çok sıkıntılı bir döneme girdiğini yansıtan sanayi üretimi verileri ve ihracat cephesinden gelmeye devam eden olumsuz sinyallerdi. Bu doğrultuda, büyüme tahminlerinin hızla aşağı çekildiği gözlenirken, reel sektörün katma değer yaratma potansiyeli ve buna bağlı olarak da borç geri ödeme kapasitesinin daha fazla sorgulanmaya başlanabileceğini düşünüyoruz. Bu arada, ortalıkta reel sektörün ve bankacılık sektörünün 2009 yılı dış borç geri ödemelerine ilişkin farklı büyüklükler uçuşmaktadır. Buna bir son vermek üzere, TCMB'nin ödemeler dengesi ve uluslararası yatırım pozisyonu yayınlarını kullanarak resmi rakamlarla konuya netlik getirmek istiyoruz. Bu veriler, her iki sektörün kısa ve uzun vadeli dış borç geri ödemelerini önemli ayrıntılarla (sektör, döviz cinsi, faiz dağılımı v.b) beraber içermektedir. Önce ana büyüklükleri vereceğiz, sonra da finansman ihtiyacını saptamaya çalışacağız. Buna göre; 2009 yılı için Türkiye özel sektörünün (reel sektör ve bankacılık dışı finansman kuruluşları) toplam dış borç geri ödemesi yaklaşık 60 mlr dolar bir büyüklüğe işaret etmektedir. Bunun uzun vadeli kredilerden kaynaklanan kısmı 31.2 mlr dolar, ithalat borçları ve prefinansman gibi ticari kredilerden kaynaklanan kısa vadeli kısmı 29.0 mlr dolar düzeyindedir. Bankaların ise, uzun vadeli kredilerden kaynaklanacak geri ödemesi 8.0 mlr dolar ve döviz kredileri ile mevduattan kaynaklanan kısa vadeli dış borç geri ödemesi ise 24.9 mlr dolar olmak üzere, yaklaşık 33 mlr dolardır. Dolayısı ile tüm özel sektörün 2009 yılı dış borç geri ödemesini 93 mlr dolar olarak hesaplarken, finans sektöründe ve reel sektörde borç yenilenmesinde ne gibi bir orana ulaşabileceğinin döviz arzı açısından kritik bir parametre olacağını düşünüyoruz. Bu tip analizlerde, farklı borç yenileme oranlarıyla (BYO) farklı senaryolar üretme ve bu doğrultuda oluşacak hangi boyuttaki finansman açığının sıkıntıya yol açabileceğini gösterme, tercih edilmektedir. Ancak konuyu fazla uzatmamak için, daha gerçekçi görünen olumsuz bir senaryoyu seçip sonuçlarını aktarmayı daha doğru bulduk.

Borç Yaratmayan Finansman Akımları (*) (12 aylık küm., mn US\$)

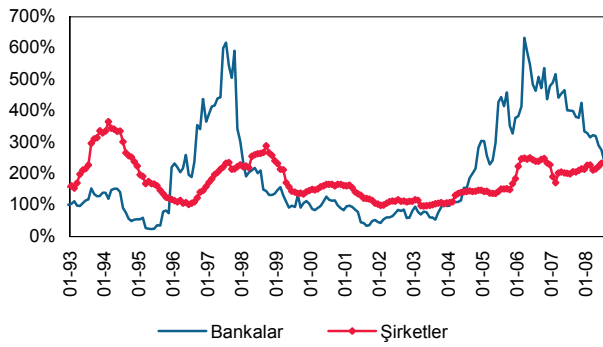


(*) Doğrudan Yabancı Yatırımlar + Yabancıların Hisse Senedi Alımları + Net Hata ve Noksan
Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

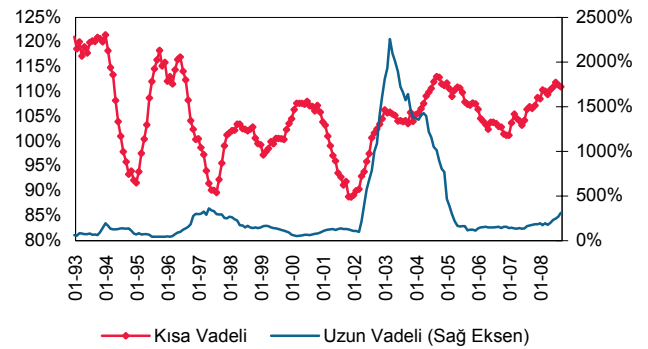
Olumsuz olarak adlandırdığımız senaryonun bile bazı varsayımlarının iyimser bulunabileceğine dikkat çekerek ana varsayımlarımızla devam edelim.

Türkiye'nin 2009 yılında toplam finansman ihtiyacını bulmak için önce bu yıla ait cari açık tahminimizi kullandık. Düşük büyüme beklentimiz ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle cari açığın 28.4 mlr dolara inmesini bekliyoruz. Öncelikle bunun finanse edilmesi gerekiyor. Sonra da bu büyüklüğe, 13 mlr dolar görünen kamu dış borç ödemelerini ve yukarıda 93 mlr dolar olarak hesapladığımız özel sektör dış borç ödemelerini ekleyerek, **134 mlr dolar büyüklüğüne ulaştık**. Finansman tarafında ise; Kamunun borcunu % 100 oranında yenileyeceğini, Doğrudan Yabancı Yatırımların tüm olumsuz koşullara rağmen 10 mlr dolara ulaşacağını, yabancıların hisse senedi ve bono işlemlerinden oluşan portföy akımlarının net bir giriş veya çıkışa işaret etmeyeceğini varsayınca, karşımıza bankalar ve özel sektörün bulması gereken 111 mlr dolar gibi bir rakam çıktı. Bu büyüklüğe kredilerle ulaşmak için % 119 gibi bir borç yenileme oranına ulaşmak gerekmektedir. **Geri ödeme kadar bir yenileme durumunda (% 100) finansman açığı 18 mlr dolar, son günlerde konuşulduğu gibi % 70 oranına düşüldüğünde ise 45 mlr dolar olmaktadır.**

Uzun Vadeli Krediler Yenileme Oranları (*)



Ticari Krediler Yenileme Oranları (**)



(*) Borç yenileme oranının en düşük seviyesi, 1994 krizinde bankalarda % 36 ve şirketlerde % 110, 2001 krizinde bankalarda % 53 ve şirketlerde % 110 olmuştur.

(**) Şirketlerin ticari kredilerinin yenilenme oranı en düşük, 1994 krizinde kısa vadelerde % 90 uzunlarda % 45, 2001 krizinde ise kısalarda % 90 ve uzunlarda % 70 oldu.

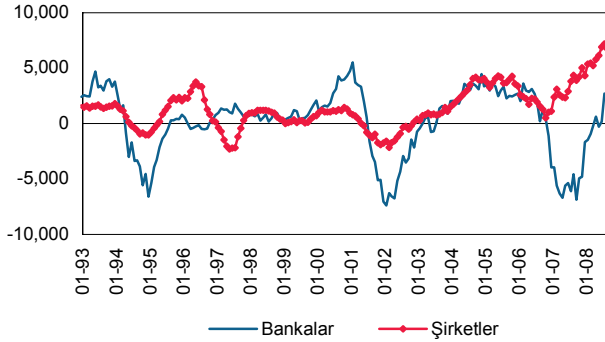
Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Hangi borç yenileme oranına ulaşılacağı bu kadar kritik olunca biz de 1993 yılından başlayarak bankalar ve reel sektör için ayrı ayrı kısa ve uzun vadeli kredileri yenileme oranlarının (kullanım / geri ödeme) seyrine baktık. Her ne kadar uzun vadeli krediler şirketler kesimi için 2003 yılından itibaren patlama gösteren bir olgu olsa da, şirketlerin uzun vadeli kredileri yenilemede bankalara göre daha başarılı olması bize ilginç geldi. Her iki kesimin borç yenileme oranları yukarıdaki grafiklerden izlenebilmektedir. Bu iki kesime toplam olarak bakıldığında da, BYO'nun indiği en düşük seviyenin % 90 olduğu görülmektedir. Şirketlerin yine önemli bir finansman aracı olan kısa vadeli ticari kredilerin (akreditif ve prefinansman) yenilenmesinde de, daha dalgalı bir seyre rağmen, % 90 seviyesinin altına inmediği izlenmektedir. Kısa vadeli döviz kredilerinde ise, geri ödeme ve kullanım ayrıntıları verilmediğinden net kullanım gelişimine baktık. Burada da, kriz dönemlerinin dahi şirketler kesiminde en fazla 2 mlr dolar civarında bir net geri ödeme ile atlatıldığı görülmektedir. **Geçmiş eğer gelecek için gösterge olacaksa, bu saptamalar özel sektörün 93 mlr dolarlık geri ödemesi için çok karanlık bir tablo çizilmesini engelleyebilir. Ancak, Türkiye'nin uzun vadeli dış borcunda özel sektörün borçlarının ağırlığının 2001'deki % 28'den 2008 ortasında % 61'e çıkması ve dünyadaki kredi daralmasının II. Dünya Savaşı sonrası dönemin en şiddetli günlerine sahne olması, bu konuda yapılacak değerlendirmelerde ihtiyat payının yüksek tutulmasını gerektirmektedir.**

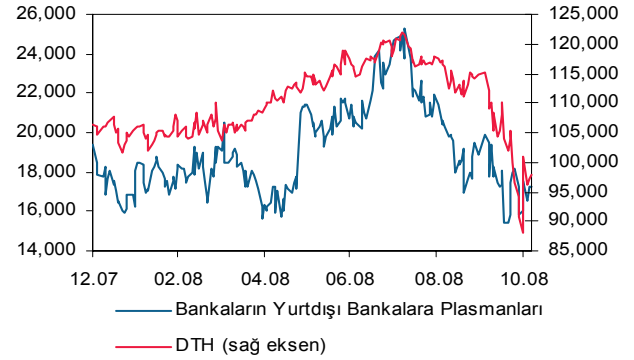
Olumsuz senaryoya doğru bir yönelim durumunda ise, en az 18 mlr dolar en fazla ise 45 mlr dolar civarındaki bir finansman açığının Türkiye'nin rezervleri (TCMB ve bankalar) üzerinde bir baskı yaratacağı açıktır. Her ne kadar yabancı portföy çıkışlarına karşı yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatından (DTH) YTL'ye

dönüşlerinin önemli bir silah oluşturduğu son dalgalanmada bir kez daha görüldüyse de, aslında DTH azalışının banka rezervlerini (likiditesini) de olumsuz etkilemesi dış finansman dengesizliklerinde ters dolarizasyonun bir yardımı olmayacağını düşündürmektedir. Zira, belirli bir DTH çözülme noktasından sonra bankalar bu kaybın rezervlere yansımaları engellemek için her türlü önlemi (faiz artırımını, döviz kredisi vermeme v.b) alma yoluna gidebilecektir. Bu bağlamda, BYO'nun olası gelişimine ilişkin ilk sinyalleri yıl sonuna kadar gerçekleşecek 4.6 mlr dolar tutarındaki banka sendikasyon ve sekürütizasyon kredi geri ödemelerinin yenilenmesi sırasında almayı beklemekteyiz.

Kısa Vadeli Dış Krediler (Net Kullanım, 12 ay küm.,mln US\$)



Bankalarda Döviz Likiditesi ve DTH (mln US\$)



Kaynak: TCMB, BDDK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sonuç olarak, büyüme görünümünün üretim tarafından gelen şokla daha da bozulduğu, bu doğrultuda reel sektörün katma değer yaratma potansiyeli ve buna bağlı olarak da borç geri ödeme kapasitesinin daha fazla sorgulanmaya başlanacağı bir döneme girerken, 2009 yılı dış finansman dengesine bir de biz bakalım istedik. Ne yazık ki, dünyada kredi daralmasının çok şiddetlendiği bir dönemde, DYY ve portföy akımlarındaki zayıflık nedeniyle, dış finansman ihtiyacının önemli bir kısmı yine kredi akımlarıyla karşılanmak zorunda görünmektedir. Ödemeler dengesi geçmiş verileri, kritik parametre olan borç yenileme oranı bağlamında özel sektör için karanlık bir tablo çizmemektedir. Olası kötü bir senaryoda ise, döviz rezervleri üzerindeki baskı çok fazla olurken, bunun fiyat ve faiz gibi yansımaları olabilecektir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta Çarşamba günü yapılacak PPK toplantısında faizin aynı bırakılacağına kesin gözüyle bakılıyor. Bizim beklentimiz de bu yöndedir.
- Yurtdışında ise ABD'de konut ve enflasyon verileri önemli olurken, Philadelphia Fed Endeksi de ekonomik aktivite açısından Kasım ayına ilişkin ilk sinyalleri verecek. Euro Bölgesi'nde ise geçici PMI endeksleri izlenecek. Ayrıca Japonya Cuma günü faiz kararını açıklayacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	İşsizlik Oranı, Ağu.	%	17 Kas., 10:00	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Ekim	-	17 Kas., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Kas.	baz puan	19 Kas., 19:00	değişim yok (değişim yok)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Kas.II	-	20 Kas.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Ekim	%	17 Kas., 16:15	76.3
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Ekim	% aylık	17 Kas., 16:15	-0.4
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ekim	% aylık	18 Kas., 15:30	0.2 & -1.2
Zayıf	ABD	Uzun Vadeli Net Sermaye Girişi, Eyl.	US\$ mlr	18 Kas., 16:00	-
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Ekim	Mln	19 Kas., 15:30	0.78
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ekim	% aylık	19 Kas., 15:30	0.2 & -0.5
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Ekim	Mln	19 Kas., 15:30	0.8
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Kas.	-	20 Kas., 17:00	-35
Orta	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Kas.	-	21 Kas., 11:00	45.0
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., Kas.	-	21 Kas., 11:00	40.0
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, Kas.	%	21 Kas.	-

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	853.7	992.4	1,102.8	1,203.6
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	763.4	730.3	830.1
GSYİH büyümesi	4.6	2.5	1.5	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	15.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	11.0	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-74.4	-57.3	-61.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.3	141.5	155.7
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	206.7	198.8	217.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.7	-46.0	-28.4	-30.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.0	-3.9	-3.7

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	14 Kasım	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.6308	1.6000	1.5500	1.5000	1.5000	1.6000	1.5000
EUR/YTL	2.0410	2.0000	1.9400	1.8900	1.8900	2.0000	1.8900
Döviz Sepeti	3.6718	3.6000	3.4900	3.3900	3.3900	3.6000	3.3900
EUR/USD	1.2515	1.2500	1.2500	1.2600	1.2600	1.2500	1.2600
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.25%	15.50%	16.75%	15.00%
Gösterge Tahvil	23.10%	22.80%	21.00%	19.60%	19.00%	22.80%	18.70%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 42 1	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 çalışanı 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.