

Makroskop

25 Şubat - 2 Mart 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 Yıldız (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

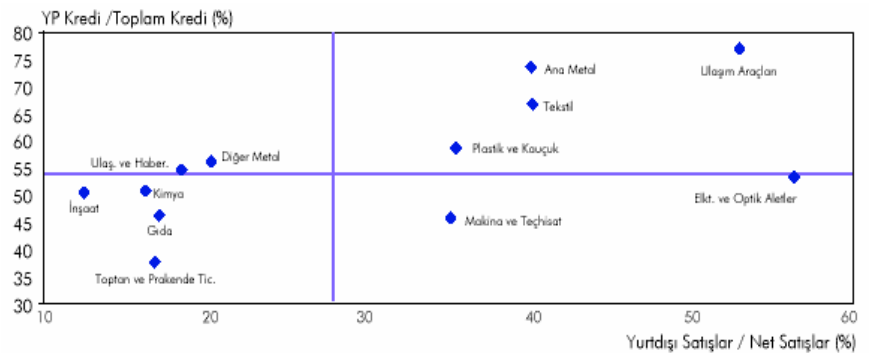
Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Kanal Gezisi...

Son dönemdeki raporlarımızda, küresel problemlerin özellikle kredi kanalları üzerinden Türkiye ekonomisi ve finans sistemine olası yansımalarına ayrı bir vurgu yapmaktayız. Bu konuyu 11 Şubat tarihli Makroskop'ta özetle aşağıdaki gibi değerlendirmiştik; "Yurtdışında bu tür kredi daralması yaşanan dönemlerde, Türkiye'nin yurtdışından kullandığı uzun vadeli kredilerde etkinin çok kısa vadede yaşanmadığı ancak zamana yayıldığı ve uzun soluklu olduğu görülmektedir. Yurtdışından uzun vadeli kredi imkanlarının daralmasının sadece şirketlerin doğrudan finansman bulması dışında, bankaların finansman koşullarının zorlaşması ile yurtiçi kredi piyasasına da yansımaları olacaktır. Kredi kullandırım standartlarına dünya genelinde getirilen sıkılaştırma, Türkiye'de uygulanan standartlarda, daha sınırlı olsa da, benzer eğilimin gözlenmesi ve uzun vadeli krediler için önemli bir kaynak olan swap piyasasında YTL cinsi eurobond ihraçlarında görülen yavaşlamadan kaynaklanan durgunluk gibi gelişmeler, yurtiçi kredilerde önemli bir toparlanmanın gözlenmesi ihtimalini azaltmaktadır. Bütün bunların üzerinde, Merkez Bankası'nın daha temkinli bir para politikası duruşuna geçmesi de kredi arzını sınırlayacak bir gelişme olacağına benzemektedir."

Kredi arzının en önemli iki unsuruna (şirketlerin doğrudan dış borçlanmaları ve bankaların dış borçlanmaları) ait yeni bilgilerin elimize geçmesi bu konuya yeniden dönmemizi getirmiştir. Baştan belirtelim, verilerin her iki kesim içinde uzun vadeli bir borçlanma yapısına işaret etmesi, Ekim 2007'de yayınladığımız Şirketler ve Bireylerin Kur Riski raporundaki değerlendirmemizi teyid etmiş ve endişelerimizi bir ölçüde azaltmıştır.

Yurtdışı Satışlar ve Yabancı Para Krediler (*)



(*) Bölgeler medyan değerlerine göre ayrılmıştır.

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Ekim 2007

Söz konusu veriler, TCMB tarafından uzun süredir açıklanan Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP) bilgi setine dair ilk kez yayınlanan yeni raporun içinde bulunmaktadır. Bilindiği gibi, UYP, Türkiye'nin tüm kesimlerinin yurtdışı varlık ve yükümlülüklerinin belli bir tarih itibarıyla stok değerini göstermektedir.

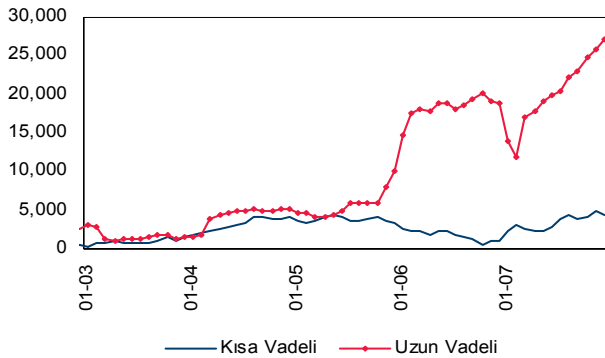
Biz de bu verileri Açık Pozisyon rapor serimizin temel girdisi olarak kullanmaktayız. Bu hafta ayrıntılarını vereceğimiz veriler ise, özel sektörün ve özel bankaların yurtdışından sağladığı kredilere ilişkin, başta vade olmak üzere diğer önemli bilgileri içerecek. **Bilindiği gibi, her iki kesimin toplam net borçlanması son bir yıllık dönemde 36.9 mlr dolar ile 20 mlr dolara yaklaşan yabancı doğrudan yatırımların bile çok üzerindedir ve cari açığın finansmanı açısından en önemli kalemi oluşturmaktadır. Dolayısı ile, bu tür finansmanın ne ölçüde sürdürülebilir olduğunu anlamak açısından bu ayrıntılar büyük önem taşıyacaktır.**

Raporda, 'diğer sektörler-özel' olarak adlandırılan özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi stokunun yapısal özellikleri şöyle özetlenmektedir;

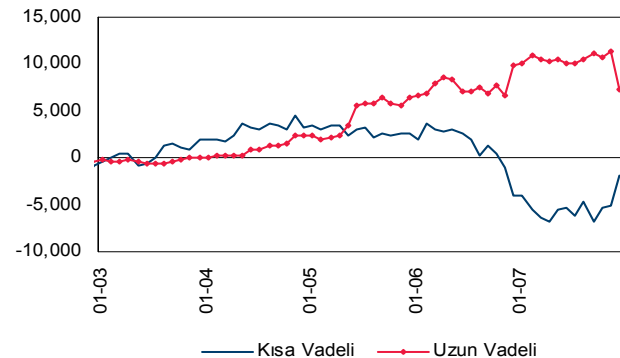
- **Borç stokunun vade yapısının 5 yıl ve üzeri vadelerde yoğunlaşması,**
- **Kredi bakiyelerinin büyük bir bölümünün 100 mn ABD doları ve üstünde yer alması,**
- **Değişken faiz üzerinden borçlanmanın ağırlıklı olması,**
- **Borçlanmanın ABD doları ağırlıklı olması (\$ % 61.2, € % 36.1, diğer % 2.7),**
- **Kredi alacaklılarının çoğunluğunun "Ticari bankalar" olması,**
- **En borçlu 250 kuruluşun borcunun toplam borcun % 69.7'sine sahip olması, şeklinde ortaya çıkmaktadır.**

Eylül 2007 itibariyle hangi sektörlerin borcu olduğuna bakıldığında ise, bakiye borcun % 27.1'inin "sınai" sektör içerisinde "imalat" alt sektörüne, % 61.2'sinin ise "hizmetler" ana sektörlerine dağıldığı görülmektedir. "Hizmetler" ana sektörü içinde en önemli kalem toplam içinde % 15.6'lık payla "ulaştırma, depolama ve haberleşme" alt sektörüdür.

Özel Sektör Net Dış Kredi Kullanımı (12 aylık kümülatif, mn US\$)



Bankalar Net Dış Kredi Kullanımı (12 aylık kümülatif, mn US\$)



(*) Bir akım göstergesi olan net kullanım, kullanım ile geri ödemenin farkını ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Aynı raporda bankaların yurtdışından sağladıkları kredi stokunun yapısal özellikleri ise aşağıdaki gibi özetlenmekte ve özel sektörle büyük benzerlikler gösterdiği izlenmektedir;

- **Borçlanmanın yıllar bazında belirgin biçimde kısa vadeden uzun vadeye dönüşmesi,**
- **Borç stokunun vade yapısının 5 yıl ve üzeri vadelerde yoğunlaşması,**
- **Kredi tutarlarının büyük bir bölümünün 100 milyon ABD dolarını aşması,**
- **Faiz yapısının değişken faiz ağırlıklı olması,**
- **Borçlanmanın ABD doları döviz cinsinde ağırlıklı olması (\$ % 67.1, € % 17.6, diğer % 15.4),**
- **Kredi alacaklılarının çoğunluğunun "Ticari bankalar" olması, şeklinde ortaya çıkmaktadır.**

Özel sektör ve bankaların dış kredi stokunun yapısına ilişkin ayrıntılı tablolar son sayfada yansıtılmaktadır. Şirketlerde borcun % 52 gibi önemli bir kısmı 5 yıl ve daha uzun vadeliyken, bankalarda bu oran % 68.8'e yükselmektedir. Buna

Özel Sektör Yurtdışı Kredi Stoku Vade Yapısı

Orjinal Vade	2005	2006	2007/3Ç
1 -2 Yıl	9,649	14,777	18,500
3 Yıl	4,232	6,726	8,382
4 Yıl	3,129	5,067	7,003
5 Yıl	2,461	3,001	4,137
5 + Yıl	17,356	28,834	41,131
Toplam	36,827	58,405	79,153

(% pay)

1 -2 Yıl	26.2	25.3	23.4
3 Yıl	11.5	11.5	10.6
4 Yıl	8.5	8.7	8.8
5 Yıl	6.7	5.1	5.2
5 + Yıl	47.1	49.4	52.0

Bankaların Yurtdışı Kredi Stoku Vade Yapısı

(mn US\$)	2005	2006	2007/3Ç
1 -2 Yıl	994	3,133	4,763
3 Yıl	1,428	1,172	1,554
4 Yıl	341	557	1,523
5 Yıl	872	1,781	1,456
5 + Yıl	8,662	15,438	20,446
Toplam	12,270	22,081	29,742

(% pay)

1 -2 Yıl	8.1	14.2	16.0
3 Yıl	11.6	5.3	5.2
4 Yıl	2.6	2.5	5.1
5 Yıl	7.1	8.1	4.9
5 + Yıl	70.6	69.9	68.8

karşılık, şirketler kesiminin 2008 ve 2009 yıllarında yapacağı geri ödeme, 21.6 ve 13.4 mlr dolar ile yüksek düzeylerde bulunmaktadır.

Ancak, bu durum geçen senelerde alınan daha kısa vadeli kredilerin vadelerinin yaklaşmakta olduğunu gösterirken, en azından 2007 yılında, yeni alınan dış kredilerde yerli sermayeli şirketlerin de kredilerinin vadesinin uzadığı bilinmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda kredi akımlarını takip eden LoanRadar şirketinin verilerine göre, 2006'da şirketlerin kullandığı uzun vadeli kredilerin sadece % 36'sı 3 yıldan uzun vadelerden oluşmaktaydı. Oysa, 2007'de yıl boyunca kullanılan kredilerin % 87'si 3 yıldan uzun vadelerden oluşmuştur.

Ödemeler dengesi verilerine bakıldığında da, şirketlerin uzun vadeli borçlanmayı sürdürdükleri gözlenirken, **bankaların borçlanmasında Aralık ayında görülen sert düşüş dikkat çekmektedir. Bunun finans sisteminde patlak veren kredi kriziyle bir ilgisi olup olmadığını değerlendirmek için erkendir.**

Bu alandaki riski değerlendirirken dikkate alınması gereken bir diğer unsur ise, bazı yabancı şirket satınalma işlemlerinin dışarıdan kullanılan krediyle gerçekleşmesi olgusudur. Örneğin, geçen yıl Türk Telekom'un Hazine'ye borcunu erken ödemek için yurtdışından kullandığı 4.7 mlr dolarlık kredi, çoğunluk hissesi Telekom'da olan Avea'nın altyapı yatırımları için aldığı 1.6 mlr dolarlık sendikasyon kredisi ve Mersin Limanı için alınan 600 mn dolarlık kredi gibi yurtiçinde çalışan yabancı sermayeli şirketlerin uzun vadeli olarak aldıkları dış kredileri ayrı tutmak gerektiğini düşünüyoruz. Ödemeler dengesinde de bu krediler doğrudan yabancı yatırımlar değil, uzun vadeli krediler altında gösterilmektedir. **Bu ise, şirketlerin dış borçlardaki artışın bir kısmının iskonto edilebileceğini düşündürmekle birlikte, bunların dışındaki artışın bile çok yüksek seviyede olduğu gözlenmektedir.**

Sonuç olarak, kredi kanallarının gerek yurtiçi ekonomik aktivite gerekse dış finansman açısından önemi sanıldığından çok daha fazladır. ABD'de aynı anda konjonktüre bağlı durgunluk ve finans sektöründe ciddi problemlerin yaşanması bu akımlar üzerindeki riski artırmıştır. Böyle bir gelişmeden en fazla etkilenecek kesim, gerek doğrudan borçlanmalar gerekse yurtiçi bankalar üzerinden borçlanmalar nedeniyle özel sektör şirketleridir. Ancak, özellikle son yıllarda yeni borçlanmalarda vadenin çok uzaması nedeniyle, bu riskin bir anda gerçekleşmektense zamana yayılması daha büyük ihtimaldir. Bu doğrultuda, kısa vade açısından, sert kur hareketlerinden reel sektörün etkilenmesi ve dolaylı olarak da bu riskin bankacılık kesimi üzerinde kredi risklerini artırması ihtimali, kredi vadelerinin yaklaşmasıyla da etkisi ile bulunsa da, yeni alınan kredilerdeki gidişat (daha sürdürülebilir ve az riskli bir yapıya doğru) değişmezse kalıcı bir hasar yaşanmayacaktır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta başta Fed Başkanı Bernanke'nin Çarşamba günü gerçekleştireceği (yilda iki kere yapılan) para politikası sunumu ve Cuma günü açıklanacak PCE (tüketim harcamaları deflatörü) olmak üzere ABD'de önemli açıklamalar izlenecek. Dayanıklı tüketim malı siparişleri ve PCE ile birlikte yayınlanacak olan tüketim harcamaları, iç talep tarafındaki durumu görmek açısından önemli olacaktır. Almanya'da ise Ifo Endeksi gündemde olacak.
- Yurtiçine bakıldığında, 1 Mart'ta açıklanacak olan İTO Fiyat Endeksi sonraki hafta yayınlanacak olan enflasyon açısından önemli olacak. Öncesinde ise dış ticaret verileri izlenecek. Ayrıca Salı gününe kadar da Merkez Bankası son PPK toplantısının özet metnini yayınlayacak.
- Hazine Cuma günü Mart ayı borçlanma programını açıklayacak. Hazine Mart'ta 5.5 mlr dolar iç ve 2.2 mlr dolar dış borç geri ödemesi öngörmüştü.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	İthalat, Ocak	US\$ mn	29 Şub., 17:00	14.0	-
Orta	İhracat, Ocak	US\$ mn	29 Şub., 17:00	9.8	-
Orta	TİM İhracat, Şub.	US\$ mn	1 Mart	9.6	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Şub.	% aylık	1 Mart, 12:00	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ocak	mln	25 Şub., 17:00	4.82
Yüksek	Almanya	Ifo İş Ortamı Endeksi, Şub.	-	26 Şub., 11:00	103.1
Orta	ABD	ÜFE ve Çekirdek ÜFE, Ocak	% aylık	26 Şub., 15:30	0.3 ve 0.2
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Şub.	-	26 Şub., 17:00	85.0
Orta	ABD	C. Schiller Konut Fiyat End., Ara.	% aylık	26 Şub., 16:00	-
Orta	ABD	Day. Tük. Mal. Sip. (Ulaş. har.), Ocak	% aylık	27 Şub., 15:30	-1.2 (-1.0)
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ocak	mln	27 Şub., 17:00	0.6
Yüksek	ABD	Büyüme (ilk revizyon), 4Ç çeyrek	% aylık	28 Şub., 15:30	0.6
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ocak	% aylık	29 Şub., 15:30	0.2

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2006	2007t	2008t	2009t
GSMH (Mlr YTL)	575.8	639.4	695.2	759.5
GSMH (Mlr US\$)	399.7	491.3	558.5	589.5
GSMH büyümesi	6.0%	4.5%	4.5%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	11.6	5.9	4.0	4.3
TÜFE (yıllık %)	9.7	8.4	5.5	4.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-54.0	-62.8	-68.0	-66.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	85.5	107.2	121.9	138.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	139.6	170.0	189.9	204.8
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-32.2	-38.0	-43.2	-40.8
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-8.1%	-7.7%	-7.7%	-6.9%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	22 Şubat	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.1999	1.2094	1.2306	1.2648	1.2825	1.2860	1.2960
EUR/YTL	1.7675	1.7838	1.7967	1.8213	1.7956	1.8000	1.8140
Döviz Sepeti	2.9674	2.9932	3.0274	3.0861	3.0781	3.0860	3.1100
EUR/USD	1.4730	1.4750	1.4600	1.4400	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	15.29%	15.25%	15.00%	14.75%	14.25%	14.50%	13.00%
Gösterge Tahvil	16.80%	16.50%	16.18%	15.89%	15.31%	15.60%	13.90%

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.