

Makroskop

24 - 30 Ağustos 2009

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

Görev Tamam...

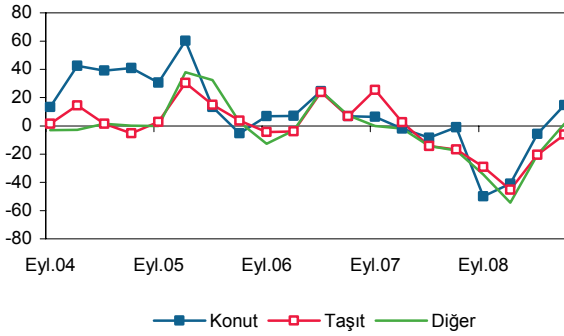
Son PPK toplantısı sonrasında Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine önceden tahmin edilenden daha uzun süre devam edeceği ve faizleri daha uzun süre düşük tutabileceği beklentisi güç kazanmaya başlamış görünüyor. Merkez Bankası beklendiği gibi politika faizini 50 baz puan indirerek % 8.25'ten % 7.75'e çekmiş, kararlar birlikte yayınlanan açıklamada, iktisadi toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı öngörüsünü korurken, iç talepteki toparlanmanın gücü konusundaki belirsizliklerin arttığını söylemişti. Banka, iktisadi faaliyette belirgin bir toparlanma olmaması halinde kısa vadede ölçülü indirimlere devam edeceğini de yinelerken, ağırlıklı olarak Eylül ayında son bir indirimin ardından faizlerin sabit tutulmasını bekleyen piyasaya, bu yönde herhangi bir sinyal vermemiştir. Bu doğrultuda uzun vadeli faizlerdeki düşüşün güçlendiğini ve gösterge tahvil faizi için bir süredir kırılmayan % 10 destek seviyesinin altına gelindiğini izledik.

Uzun vadeli faizlerdeki bu düşüşün yanında, ekonomi açısından asıl önemli olan, bunun kredi faizlerine yansımaları ve bu kanaldan tüketime bir canlanma getirmesidir. Hafta içinde medyada yer alan haberlerden bankaların bu alanda bir tavır değişikliğine gitmeye başladığı anlaşılmaktaydı. Kredi faizlerinin toplulaştırılmış değerleri yayınlanmadığı için kesin bir yargıda bulunamıyoruz, ancak bu konuda çalışma yapan Merkez Bankası'nın son Enflasyon Raporunda, Temmuz sonuna kadarki gelişmeler şu şekilde özetleniyordu: *"Yılın ikinci çeyreği itibarıyla faiz indirimlerinin kredi piyasaları üzerinde de etkili olmaya başladığı görülmektedir. Özellikle, bu dönemde şirketlere açılan kredilerin faizlerindeki belirgin düşüş dikkat çekmektedir. Bu gelişme, nakit akışı bozulan firmaların, borçlarını yeniden yapılandırmak için kullandıkları kredilerin maliyetini azaltarak, mali yapılarındaki bozulmayı sınırlamış ve böylece ekonominin üretim kapasitesinde kalıcı bir tahribat yaşanmamasına katkıda bulunmuştur. Şirketler kesimine açılan kredi faizlerindeki hızlı düşüşe karşılık, sabit ve uzun vadeli kredi faizlerinin halen yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Nitekim, tüketici kredilerinde vade priminin görece olarak yüksek seyrettiği ve özellikle uzun vadeli kredi faizlerindeki düşüşün daha sınırlı kaldığı gözlenmektedir."* Özetle bu döneme kadar, faiz indirimlerinin etkisi sadece kısa vadeli ve değişken faizli ticari kredilerde gözlenmiş, diğer taraftan ekonomik canlanma açısından daha önemli olan uzun vadeli yatırım ve tüketici kredileri üzerinde fazla etkili olmamıştır. Bu da, son PPK özetlerinde de tekrar edildiği gibi, finansal koşullardaki ek sıkılığın devam ettiği yorumuna yol açmıştır. Ancak son günlerde bu durumun değişmekte olduğu yönünde haberlerin gelmesi, orta vadedeki ekonomik performansı olumlu etkileyebilecek bir gelişme olacaktır.

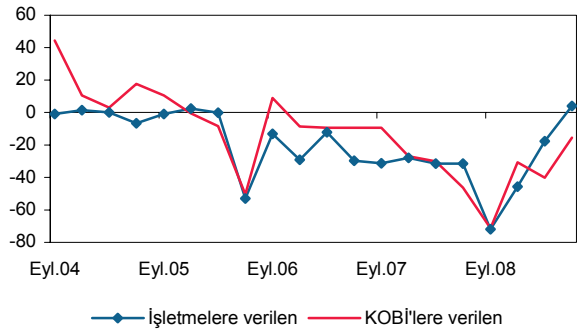
Aslında bunun öncü sinyallerini, aybaşıda açıklanan Merkez Bankası'nın Banka Kredileri Eğilim Anketi'nden almıştık. Bu ankete cevap veren bankalar, yılın ikinci çeyreğinde işletme kredilerinde koşulları sıkılaştırmaya devam ettiklerini söylediler de, buradaki eğilim önceki döneme göre belirgin olarak zayıflamıştır. Standartların sıkılaştığını, yani kredi almanın daha zor olduğunu söyleyen

bankalarla, gevşeme olduğunu söyleyenler arasındaki yüzde fark, ilk çeyrekteki % 90.7'den ikinci çeyrekte % 40.3'e gerilemiştir. Daha da önemlisi, sonraki çeyrekte, yani içinde bulunduğumuz dönemde, bu fark kredi standartlarında gevşeme bekleyenlerin lehine, % 4'lük küçük bir marjla da olsa dönmüş ve Aralık 2005'ten beri ilk defa kredi almanın kolaylaşacağı yönünde beklenti ifade edilmiştir. Segmentler olarak bakarsak, bu eğilimin KOBİ'lerdense, daha az riskli görülen büyük şirketler açısından daha belirgin olacağı düşünülmektedir. Bireysel krediler açısından da benzer bir eğilimden bahsetmek mümkündür ve burada da beklenti, özellikle konut kredilerinin standartlarının gevşetilmesi, yani kullanılmasının daha cazip olması yönündeydi.

Tüketici Kredilerinde Standartlar (*)



İşletme Kredileri Standartları (*)

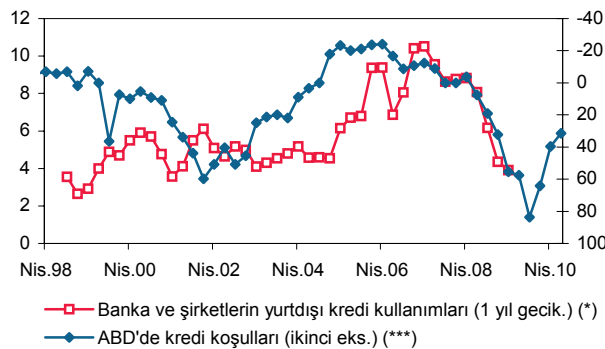


(*) Negatif (pozitif) değerler kredi koşullarının önümüzdeki 3 aylık dönemde sıkılaştırılmasının (gevşetilmesinin) beklendiğini gösterir.

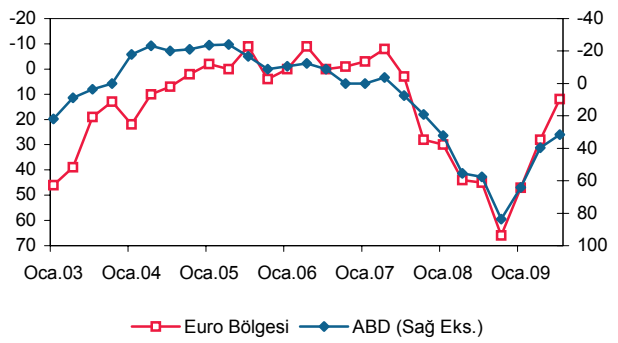
Kaynak: TCMB

Yurtiçinde finansal sıkılığın azalmasında, uluslararası koşullardaki normalleşme yönündeki gelişmelerin de etkili olduğunu düşünüyoruz. Geçtiğimiz haftanın önemli gelişmelerinden biri de Temmuz ve Ağustos aylarında en yüksek sendikasyon geri ödemesine sahip iki bankanın ödemelerinin tamamına yakın kısmını yeniden borçlanmalarıydı. Bu doğrultuda, Eylül ayındaki yüklü sendikasyon geri ödemeleri konusunda da olumlu beklentilerin oluştuğu izlendi. Yılın ilk yarısında bankaların uzun vadeli kredilerindeki yeniden borçlanma oranı % 54 olduktan sonra dış finansman konusunda görünümün daha olumluya kaydığı izleniyor.

Uzun vadeli kredi kullanımı ve ABD'de bankacılık sektörü



Euro Bölgesi ve ABD için Kredi Standartlarına(**) Yönelik Beklentiler



(*) Ödemeler dengesinde bankaların ve şirketlerin kullandığı uzun vadeli kredilerin 6 aylık ortalama kullanım tutarının yıllıklandırılmış değeri olarak hesaplanmıştır. Milli hasılaya oran olarak grafikte yer almaktadır.

(**) Pozitif (negatif) değerler kredi koşullarının önümüzdeki 3 aylık dönemde sıkılaştırılmasının (gevşetilmesinin) beklendiğini gösterir.

Kaynak: TÜİK, CNBC-e, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Dış finansman koşullarındaki iyileşme, piyasada risk iştahına yönelik göstergelerin yanında, bizde yayınlanana benzer bankacılık sektörü anketlerinden de izlenebiliyor. Geçtiğimiz hafta, ABD'de üçüncü çeyrek sonuçları açıklanan Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde (Senior Loan Officer Opinion Survey), yılın ilk iki çeyreğindeki gibi kredi koşullarındaki sıkılaşma eğiliminin zayıfladığı görülmüştü. Euro Bölgesi için de benzer eğilimlerden bahsedebiliriz.

Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi, buradaki eğilimlerin, Türkiye'ye sermaye girişleri ile de önemli bağlantısı bulunmaktadır. Buradaki gelişmelerin yansımaları 1 yıla ulaşan bir gecikme ile Türkiye'yi etkilemektedir. ABD'de 2007 başından itibaren kredi koşulları sıkılaşma eğilimine girerken, bunun Türkiye'de şirket ve bankaların uzun vadeli kredilerini etkilemesi 2008 ortalarını bulmuştur. Bu yılın başından itibaren kredi koşullarındaki rahatlamanın da belli bir gecikmeyle geleceğini düşünürsek, son dönemde bankacılık sektöründen gelen olumlu sinyallerin dikkatle izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu ilk olumlu sinyaller, sonradan şirketler tarafında da dış finansman koşullarının iyileştiği haberleri ile birleşirse, uzun vadeli sermaye girişleri açısından eğilimin, üçüncü çeyrekteen itibaren toparlanmaya başladığı sonucu çıkabilir.

Sonuç olarak, hem global hem de yurtiçinde son günlerdeki gelişmeler, finansal koşulların eskisi kadar sıkı olmadığını düşündürmektedir. Henüz bunu söylemek için erken olabilir, ancak yeni gelişmeler bunu doğrularsa, Merkez Bankası da para politikası programında önemli bir dönüm noktasına ulaşmış olacaktır. Bundan sonra ise, parasal gevşemenin ne kadar tüketici ve yatırımcı talebi ile birleşerek kredi büyümesine yol açacağı izlenmelidir.

Dikkat edersek, burada Türkiye ekonomisi açısından, henüz ilk ve çok zayıf sinyallerini aldığımız, hata payı yüksek olan üçüncü bir aşamadan bahsediyoruz. İlk aşamada vergi indirimleri ile yaşanan canlanma, ikinci aşamada yerini yeni bir yavaşlama sürecine bırakacak gibidir. Beklentilerimizle uyumlu olan bu gelişmeye yönelik veriler, özellikle iç satışlardaki yavaşlamadan yeni yeni gelmeye başlamıştır. Ancak son gelen sinyaller, global ve lokal parasal gevşemenin etkisi ile bunun ardından üçüncü aşamada, bir toparlanmaya işaret etmektedir. Buradaki gelişmeler, gösterge tahvil faizinin, son Glokal Stratejist raporunda hesapladığımız % 9.2 alt sınırına doğru düşüş gösterdiği bono piyasası tarafından da dikkatle izlenmelidir, çünkü bu durum önümüzdeki dönemde kredi piyasasının açılmaya başladığı yönündeki gelişmelerle birleşirse, parasal gevşeme sürecinin görevini yerine getirdiği anlamına gelecektir. Bu da faiz indirimlerine, yeni şekillenmekte olan daha iyimser beklentilerden, daha önce son verilmesini getirebilir. Dediğimiz gibi, henüz bu konuda kesin yargıya varmak zor ve gelişmelerin dikkatle izlenmesi gerekiyor.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde sakin bir gündem var. Haftanın tek verisi Salı günü açıklanacak Reel Kesim Güven Endeksi olarak görünüyor. Yurtdışında ise özellikle ABD'de piyasalar büyüme, konut satışları, dayanıklı tüketim malı siparişleri ve çekirdek PCE gibi bir dizi kritik veri açıklamasını takip edecek. Almanya'da ise İfo İş Ortamı Endeksi açıklanacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ağu.	-	25 Ağu., 17:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Haz.	% yıllık	25 Ağu., 16:00	-16.8
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ağu.	-	25 Ağu., 17:00	48.0
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ağu.	-	26 Ağu., 11:00	88.6
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Tem.	% aylık	26 Ağu., 15:30	1.7
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Tem.	mln	26 Ağu., 17:00	0.39
Yüksek	ABD	GSYİH (1. revizyon), 2Ç	% çeyrekse	27 Ağu., 15:30	-1.4
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Tem.	% aylık	28 Ağu., 15:30	0.1
Orta	ABD	Michig. Tük. GÜv. (son rev.), Ağu.	-	28 Ağu., 16:55	64.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	928.7	1,018.5	1,126.2
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	599.2	648.7	691.8
GSYİH büyümesi	1.1	-6.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.8	-61.2	-66.1
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	102.4	102.7	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	140.2	163.9	172.2
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.3	-11.5	-32.1	-34.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-5.0	-5.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	21 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4845	1.4800	1.5000	1.5400	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1126	2.0700	2.1000	2.1300	2.0900	2.1000	2.0500
Döviz Sepeti	3.5971	3.5500	3.6000	3.6700	3.6700	3.6000	3.6300
EUR/USD	1.4231	1.4000	1.4000	1.3800	1.3200	1.4000	1.3000
O/N	7.75%	7.25%	7.00%	7.00%	8.00%	7.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.50%	9.20%	10.00%	11.00%	12.00%	10.50%	12.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
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 Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska 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	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

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.