

Makroskop

24 - 30 Mayıs 2010

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

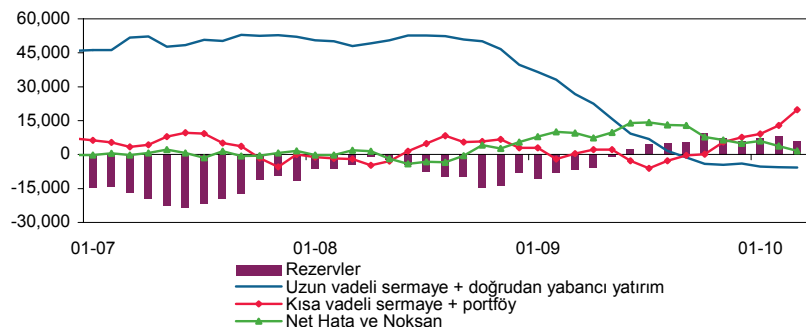
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Mart İçeri, Pire Dışarı...

Türkiye ekonomisinin verdiği 12 aylık cari açık küresel kriz öncesi Ağustos 2008'de 49.1 mlr dolar ile tarihsel olarak en yüksek seviyesindeyken, hızla resesyona doğru sürüklenilmesiyle buradaki düzeltme 13 ay kadar sürmüştü ve Ekim 2009'da cari açık 12.5 mlr dolara kadar gerilemişti. Verilen cari açığın ana kaynağı her zaman olduğu gibi dış ticaret açığıyken, başta turizm olmak üzere fazla veren hizmetler dengesi oluşan finansman ihtiyacını azaltmada katkıda bulunmuştu. Son beş aydır ise ekonomideki toparlanmanın güçlenmesiyle cari açığın artış eğilimine girdiğini ve son 12 ayın cari açığının 21.9 mlr dolara yükseldiğini izliyoruz. Hızlı kötüleşmenin ana nedeni ise tahmin edilebileceği gibi ithalat artışı. Eğer büyümede önemli bir yavaşlama görülmezse, bu eğilimin bizi götüreceği nokta 35 mlr dolar veya üzeri seviyeler gibi görünüyor. Piyasadaki tahminler ise, aynen büyüme tahminlerinde olduğu gibi geriden geliyor ve yıla girerken 20 mlr dolar tahmin edilen cari açık ancak 28 mlr dolara yükseltilmiş durumda. Cari açık bizim tahmine doğru gidiyor olsa da, burada bir sıkıntı yok. Bu seviyeler Türkiye ekonomisinin finanse etmekte zorlanacağı bir boyuta işaret etmiyor. Ancak cari açığın büyümenin hız limitini belirlediği ve cari açığın finansman kalitesinin bu tür akımlarda gözlenebilecek ani duruş riskine ne ölçüde açık olduğunu yansıttığı dikkate alındığında, rehavete kapılmamak gerektiği de ortada. Bu bağlamda, son aylarda belirginleştiği üzere cari açığın finansmanında kısa vadeli sermaye ve portföy akımlarının ağırlığının artması hoş görünmüyor. Son 12 aylık dönemde verilen 21.9 mlr dolarlık cari açığın üzerine 5.6 mlr dolarlık da uzun vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirilmemiş nedeniyle oluşan finansman ihtiyacının, 19.8 mlr dolarlık kısmı kısa vadeli sermaye ve portföy akımlarından, 1.7 mlr doları net hata ve noksan kaleminden geri kalan 6.1 mlr dolar ise TCMB rezervlerinden karşılanmış gibi görünüyor. Oysa, 2008'de 49 mlr dolar gibi yüksek bir açık varken sadece uzun vadeli krediler ve doğrudan yabancı yatırımlar kanalı ile bile 52 mlr dolar finansman sağlanabiliyordu. Küresel krizin, kredi ve finans krizi ile patlak vermesinin en büyük zararı uzun vadeli kredi akımlarına verdiği, açıktır.

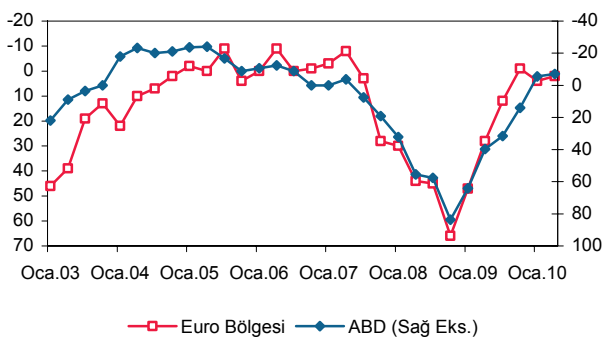
Cari Açığın Finansmanında Önemli Kalemler (Son 12 ay birikimli, mn US\$)



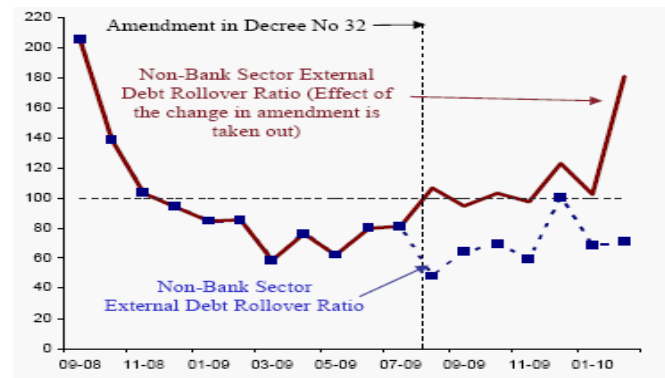
Güncel veriler de, krizin etkilerinin geride bırakılmasına rağmen uzun vadeli dış kredilerde net geri ödeyici olma durumunun değişmediğini göstermekteydi.

Şirketler kesimi uzun vadeli kredilerinde borç çevirme oranı 2009 yılının tamamında % 72 seviyesinde gerçekleşirken, Ocak-Mart döneminde bu oran % 65'e gerilemiştir. Bankalarda ise geçen yılın tamamındaki % 82'lik uzun vadeli borç çevirme oranına karşılık Ocak-Mart dönemindeki oran % 54 ile oldukça düşük olmuştur. Kredi koşullarının belirgin olarak sıkılaştırdığı 2008 yılı sonrasında ABD ve Euro Bölgesinde 2009 yılı ilk çeyreğinden itibaren kredi kullandırım şartlarının gevşetildiği ve normal sayılabilecek düzeylere geldiği bilinirken, borç çevirme oranlarının düşük seyretmesi şaşırtıcıydı. Ancak, bu durumu açıklamaya yardımcı olacak bazı faktörlerin varlığı da dikkate alınmalıydı. Bilindiği gibi, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'ın dövizli ve dövize endeksli kredilerin kullanılmasına ilişkin hükümlerinde değişikliklerle, 16 Haziran 2009 tarihinden itibaren yurtdışında bankaların döviz kredisi kullandırması kolaylaştırılmıştı. Bu düzenleme sonrasında, şirketlerin yurtdışı bankalardan kullandığı kredilerin azaldığı ve bunun yerine yurtiçi bankalardan alınan döviz kredilerinin arttığı izlenmişti. **TCMB'nin raporlarında, özel sektörün uzun vadeli borç çevirme oranlarında bu durumu dikkate alarak yapılan düzeltmeler sonrasında bu oranın aslında % 100'ün üzerinde seyrettiği ortaya konuluyordu.** Zira, bu düzenleme öncesi döviz kredi kullandırımındaki kısıtlar ve vergi-maliyet yükleri bankaları yurtdışı şubeleri üzerinden yurtiçine kredi kullandırımına yönlendiriyordu. Bu ise, suni olarak özel sektörün dış borç stokunu yükseltiyordu. Bu şekilde yaklaşık 40 mlr dolar kredi kullandırılırken, bu büyüklüğün Mart sonunda 34.2 mlr dolara gerilediği izleniyor. Buna karşılık, yurtdışından kullandırılan döviz kredileri ise aynı dönemde 25 mlr dolardan 35 mlr dolara çıkmış durumda.

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



Özel Sektör Uzun Vadeli Krediler Borç Çevirme Oranı



(*) Büyük şirketler için kredi standartlarının önceki döneme göre daha sıkılaştığını belirten finans kurumlarının oranı.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu yer değişiminin bir diğer etkisinin ise yurtiçi kredi hacminde görülmesi beklenebilir. **Kredi büyümesine ilişkin analizlerde yurtdışı şubeler dahil edilmeden kredi artış oranları takip edildiğinden yurtiçine kayan döviz kredisi kullandırımı toplam kredilerdeki büyümeyi olduğundan daha fazla gösteriyor olabilir.** Belki de, yıllık artış hızı % 20'leri geçen ve haftalık artış hızı olan % 0.7'nin yansıttığı % 40'lar düzeyindeki artış eğilimine rağmen, Merkez Bankası'nın Enflasyon Raporu'nda "mevcut durumda kredi piyasalarındaki toparlanma hızının, enflasyonist baskı veya finansal istikrar için risk oluşturabilecek düzeyin altında olduğu düşünülmektedir." demesi ve bu nedenle kriz sürecinde kredi piyasalarına yönelik alınan tedbirlerin (üç aylık repo ihaleleri ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında indirim) kaldırılmasında acele edilmeyecektir mesajı vermesi, bu değerlendirmeden kaynaklanıyordur.

Bu gelişmelerin, hafta içinde yayınladığımız Kur Riski Raporu'nda da belirttiğimiz gibi, şirketlerin toplam döviz pozisyon açığı anlamında bir değişiklik getirmedeği, ancak 2009 yılının ikinci yarısında ve 2010 yılının ilk çeyreğinde yurtdışı işlemlerden kaynaklı döviz açık pozisyonlarını 7.0 mlr dolar azaltırken, yurtiçi döviz açık pozisyonlarını 11.2 mlr dolar arttırdığı bilinmektedir. Böylece, daha önce şirketlerin döviz açık pozisyonu tamamen yurtdışı varlık ve yükümlülükleri

farkından oluşurken, ilk çeyrek sonunda 84 mlr dolarlık açık pozisyonun 11.6 mlr dolarlık kısmı yurtiçi varlık ve yükümlülüklerin farkından oluşmuştur. Bu eğilimin devam edip etmeyeceği, yurtdışı şubeler aracılığıyla kullanılan döviz kredilerindeki azalışın seyrine bağlı olacaktır.

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinde güçlenen büyüme eğiliminin cari açığın yeniden genişlemeye başlaması olarak kendini göstereceğini, her ne kadar oluşacak finansman ihtiyacının temininde bir sıkıntı öngörmesek de, son dönemde finansman yapısında gözlenen kalite düşüşünün (kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı artıyor) dikkatle izlenmesi gerektiğini, düşünüyoruz. En önemli finansman kalemi olan uzun vadeli kredilerde durumun görüldüğü kadar kötü olmadığını gösteren faktörler olsa da, burada belirgin bir hızlanma olmadan sabit sermaye yatırımlarının ve büyüme eğiliminin güçlenmesi sınırlı kalacaktır.

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararda Yapılan Değişiklikler

16.06.2009 tarih ve 27260 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2009-15082 Sayılı Karar ile 32 Sayılı Kararın döviz kredilerine ilişkin hükümlerinde bazı değişiklikler yapılmıştır.

Buna göre;

- 1) Tüketicilerin yurt içinden ve dışından döviz kredisi ile dövize endeksli kredi kullanmaları yasaklanarak bu tür borçlarından dolayı kur riski üstlenmeleri engellenmiştir.
- 2) Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların, döviz geliri olmayan ancak döviz kredisi kullanmak isteyen yurt içinde yerleşik firmalara;
 - a) Ortalama vadesi 1 yıldan uzun ve minimum tutarı 5 milyon ABD doları olmak üzere,
 - b) Teminatı bankaların Türkiye'deki şubelerinde mevcut döviz veya OECD ülkelerinin merkezi yönetimleri ile merkez bankalarının ya da bunların kefaletiyle ihraç edilen yabancı para menkul kıymetler olmak kaydıyla vade ve tutar kısıtı olmaksızın döviz kredisi kullandırmaları serbest bırakılmıştır.

Bu düzenleme öncesinde, Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların, Türkiye'de yerleşiklerden sadece Karar'da belirtilen ihracat yapan ve/veya döviz kazandırıcı faaliyetlerde bulunan veya Hazine Müsteşarlığınca uygun görülen alanlarda faaliyet gösteren sınırlı bir müşteri kitlesine döviz kredisi kullandırması mümkün bulunmaktaydı. Bu Karar ile izin verilen faaliyetler dışındaki ihtiyaçları için döviz kredisi kullanma gereksinimi duyan Türkiye'de yerleşik firmalar ise yayurt dışında kurulu yabancı bankalar ile Türkiye'de kurulu bankaların yurt dışı şubelerinden döviz kredisi kullanıyor ya da Türkiye'de faaliyet gösteren bankalardan dövize endeksli kredi kullanmayı tercih ediyorlardı. 32 Sayılı Karar'da yapılan bu düzenleme ile yerleşiklerin yurt içinde kurulu bankaların yurt dışı şubelerinden kullandıkları ve gerçekte dış borç niteliğinde olmayan kredilerin dış borç stok rakamlarından çıkarılması ile Türkiye'nin dış borçluluk göstergelerinin ve dolayısıyla kredi değerliliğinin iyileştirilmesi amaçlanmıştır.

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2009

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişmeler, Pazartesi günü açıklanacak olan kapasite kullanımı ve reel kesim güven endeksi ve Çarşamba günkü TCMB Finansal İstikrar Raporu olacak. Yurtdışında ise, ABD'de yeni konut satışları, birinci çeyrek çekirdek PCE ve GSYH rakamları, Michigan tüketici güven endeksi ve dayanıklı tüketim mal siparişleri yakından takip edilecek veriler olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

| Önem | Gösterge | Birim | Açıklama Tarihi | Fortis Tahmin (Konsensus) |
|--------|--------------------------------|-------|-----------------|------------------------------|
| Yüksek | Kapasite Kullanımı, May. | % | 24 May., 16:30 | (72.6) |
| Yüksek | Reel Kesim Güven Endeksi, May. | - | 24 May., 16:30 | - |
| Orta | Finansal İstikrar Raporu | - | 26 May. | - |

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

| Önem | Ülke | Gösterge | Birim | Açıklama Tarihi | Konsensus |
|--------|------|-----------------------------------|----------|-----------------|-----------|
| Orta | ABD | İkinci El Konut Satışları, Nis. | mİn | 24 May., 17:00 | 5.59 |
| Orta | ABD | C. Shiller Konut Fiyat End., Mart | % aylık | 25 May., 16:00 | 1.9 |
| Orta | ABD | Tüketici Güven Endeksi, May. | - | 25 May., 17:00 | 59.1 |
| Yüksek | ABD | Day. Tük. Mal. Sip., Nis. | % aylık | 26 May., 15:30 | 0.9 |
| Yüksek | ABD | Yeni Konut Satışları, Nis. | mİn | 26 May., 17:00 | 0.42 |
| Yüksek | ABD | Çekirdek PCE, 1.Ç | % çeyrek | 27 May., 15:30 | 0.6 |
| Yüksek | ABD | GSYH (ilk revizyon), 1.Ç | % çeyrek | 27 May., 15:30 | 3.2 |
| Yüksek | ABD | Çekirdek PCE, Nis. | % aylık | 28 May., 15:30 | 0.1 |
| Orta | ABD | Chicago PMI, May. | - | 28 May., 16:45 | 63.0 |
| Yüksek | ABD | Michigan Tüketici Güv. End., May. | - | 28 May., 16:55 | 73.5 |

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

| | 2009 | 2010t | 2011t | 2012t |
|-----------------------------------|-------|---------|---------|---------|
| GSYİH (Mİr TL) (*) | 954.0 | 1,090.1 | 1,197.4 | 1,310.7 |
| GSYİH (Mİr US\$) (*) | 616.6 | 717.1 | 776.7 | 834.9 |
| GSYİH büyümesi (*) | -4.7 | 6.0 | 4.0 | 4.0 |
| ÜFE (yıllık %) | 5.9 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| TÜFE (yıllık %) | 6.5 | 8.0 | 6.0 | 5.5 |
| Dış Ticaret Dengesi (Mİr US\$) | -38.6 | -61.2 | -69.8 | -70.4 |
| İhracat (FOB, Bavul hariç) | 102.2 | 104.9 | 122.9 | 142.7 |
| İthalat (CIF, Altın dahil) | 140.8 | 166.1 | 192.7 | 213.0 |
| Cari İşlemler Dengesi (Mİr US\$) | -13.8 | -34.3 | -39.4 | -36.9 |
| Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%) | -2.2 | -4.8 | -5.1 | -4.4 |

(*) 2010 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

| | 21 Mayıs | 1Ay | 3Ay | 6Ay | 12Ay | 2010 | 2011 |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USD/TL | 1.5727 | 1.5500 | 1.5200 | 1.5200 | 1.5300 | 1.5200 | 1.5600 |
| EUR/TL | 1.9439 | 1.8800 | 1.9300 | 1.9800 | 2.0400 | 1.9800 | 2.1500 |
| Döviz Sepeti | 3.5166 | 3.4300 | 3.4500 | 3.5000 | 3.5700 | 3.5000 | 3.7100 |
| EUR/USD | 1.2360 | 1.2100 | 1.2700 | 1.3000 | 1.3333 | 1.3000 | 1.3800 |
| Politika Faizi | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 8.00% | 10.00% | 8.50% | 10.00% |
| Gösterge Tahvil | 9.30% | 9.50% | 10.40% | 10.90% | 11.50% | 11.00% | 11.50% |

| | | | |
|---|--|---|---|
| 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.