

Makroskop

15 - 21 Mart 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

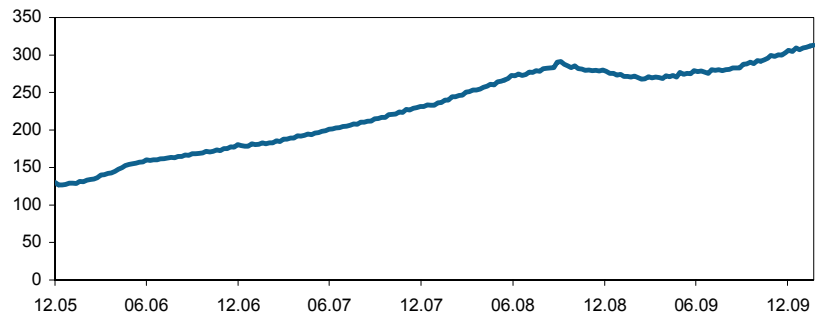
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Güneşli Havada Şemsiyenin Ekonomik Anlamı...

Bankacılık sistemi tarafından hanehalkı ve reel sektöre kullanılan kredilerdeki artış veya azalışın ekonomik aktivite açısından bir öncü nitelik taşımadığı, daha çok aktivitedeki mevcut eğilim üzerinde **finansal hızlandırıcı etkisi** gösterdiği bilinmektedir. **Bir diğer deyişle, kredilerde belirgin bir değişim, toparlanmayı ya da yavaşlamayı güçlendirir.** Bu bağlamda, bir ülkede finansal aktarım mekanizması iyi çalışıyorsa, Merkez Bankaları tarafından uygulanan para politikalarının etkisinin güçlenmesine yardımcı olur. Tam da bu nedenle, kredilerdeki gelişim, kredi faizleri ve genel olarak kredi kullandırma koşulları para otoritesi tarafından çok yakından takip edilirken, bu alanlarda ekonomik temellerden kopuk gelişmelere gerek eylem gerekse söylemlerle müdahale edilmeye çalışılır. Krizin Türkiye’de hissedilmeye başlandığı Ekim 2008’den itibaren kredilerde görülen gerilemenin, bankaların kredi kullandırımına daha ihtiyatlı yaklaşmasının ve o sırada % 20’nin üzerinde olan kredi faizlerinin 2008 yılı son çeyreği ve 2009 yılı ilk çeyreğinde GSYH’daki daralmayı daha da derinleştirdiği açıktır. Sonrasında ise dipten dönen ekonomik aktiviteyle beraber kredilerde toparlanma gözlenmiş, gevşek para politikasının gecikmeli yansımalarıyla da kredi faizleri tarihte görülmedik düşük noktalara inerek, kredi hacminin bugün itibarı ile kriz öncesi seviyelerin üzerine çıkmasına yardımcı olmuştur. Merkez Bankası tarafından yayınlanan verileri kullanarak yaptığımız hesaplamalar, **bankacılık sistemi kredi hacminin 19 Şubat itibarı ile kriz öncesi zirvesinin % 10 kadar üzerinde olduğunu** gösterirken, kısa bir süre önce yayınlanmaya başlanan ağırlıklı ortalama kredi faizleri verileri ise **ticari kredi faizinin aynı haftada % 8.6 ile tarihinin en düşük noktasında olduğunu** yansıtmaktadır. Bu seviye, mevduat ve bono faizlerinin mevcut seviyesine çok yakınken, Merkez Bankası’nın politika faizinin yaklaşık iki puan üzerindedir. Raporun ilerleyen bölümlerinde faizlerle ilgili daha fazla enformasyon aktaracağız, ama önce zaten enflasyon şoku altında olan para politikası açısından kredilerde endişe verici bir görünüm olup olmadığına bakmak istiyoruz.

Bankacılık Sistemi Kredi Hacmi (Haftalık Veriler, Milyar TL)

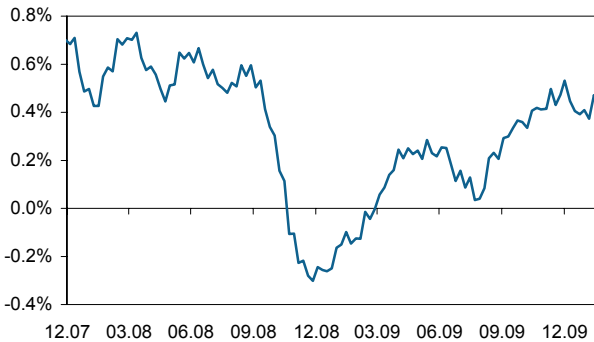


Kaynak: TCMB

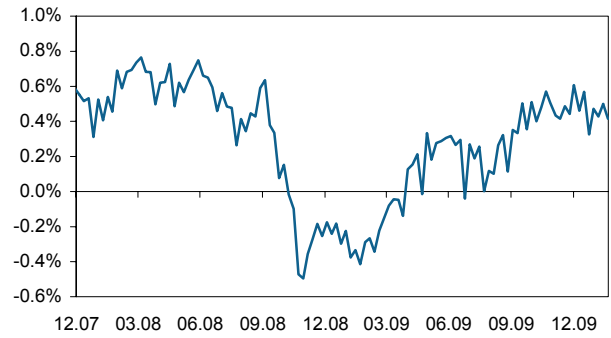
(*) Tüketici finansman şirketleri dahil toplam krediler. Döviz cinsi krediler, sabit kurla TL'ye çevrilmiştir .

Aslında normal zamanlarda endişe verici bir görünüm oluşması için ekonomide ısınma emareleri görülmesi ve hızla artan kredilerin fiyatlamaya davranışlarına kadar yansıyan (üreticinin maliyet artışlarını kolaylıkla tüketiciye yansıtabilmesi) bir etkisinin olması gerekir. Oysa bugün böyle bir ısınmadan söz etmek mümkün değildir, ancak **sıkıntı ekonomide kaynak kullanımını artmaya devam ederken reel faizin bir süredir negatif olması ve yükselen enflasyonla beraber bu negatifliğin artmasıdır**. Gerek tüketici kredilerinde gerekse ticari kredilerin de dahil olduğu toplam kredilerde özellikle geçen yılın son ayları ve bu yılın ilk aylarında belirgin bir ivmelenme gözlenmektedir. Haftalık ve aylık dalgalanmaları minimize etmek amacıyla takip ettiğimiz haftalık değişimlerin 8 haftalık ortalaması, her iki grup için de % 0.4 düzeyinde bulunmaktadır. **Bu güçlü sayılabilecek bir artış oranı olsa da, kriz öncesi ortalama artış oranının bir miktar gerisinde olduğu gözlenmektedir. Yine de, iç talep ve yurtdışı ekonomik aktiviteyi destekleyici bir noktada olduğu söylenebilir. Ancak, bugünkü görünüm itibarı ile faiz veya zorunlu karşılık artışı şeklinde bir müdahaleyi gerektirdiğini söylemek kolay değildir.** Merkez Bankası'nın bugün aldığı kararların belli bir gecikmeyle bankacılık sistemine yansıdığı ve nihayetinde ekonomik aktiviteye 3 ila 9 ay ve enflasyona 9 ila 18 ay arasında bir gecikme ile yansıdığı dikkate alındığında, doğru zamanlamanın Banka'nın yargısal değerlendirmelerinden çıkması beklenmelidir. Eğer kredilerdeki artış bugüne göre yeni bir ivmelenme daha yakalarsa, bu takdirde, likidite desteklerinin geri çekilmesi ve TL zorunlu karşılık artırılması gibi önlemleri faiz artırımından önce görebiliriz.

Tüketici Kredilerindeki Haftalık Değişim (*)



Toplam Kredilerdeki Haftalık Değişim (**)



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

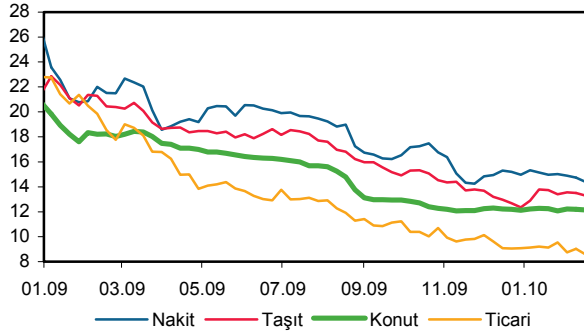
(*) Bireysel tüketici kredilerine (kredi kartları hariç) tüketici finansman şirketlerinin bireysel kredileri eklenmiştir. Grafikteki değerleri, haftalık değişim oranlarının 8 haftalık ortalamasıdır. (**) Tüketici finansman şirketleri dahil toplam kredilerdeki haftalık değişimlerin 8 haftalık ortalaması. Döviz cinsi krediler, sabit kurla TL'ye çevrilmiştir.

Kredilerdeki genişlemeyi en az kredi kullanım koşullarındaki gevşeme kadar uygulanan faizlerin cazip seviyelere gelmesi de etkilemiştir. Etkileşimin şu şekilde gerçekleştiği söylenebilir; **Birincisi, Merkez Bankası'nın uyguladığı gecelik faiz ve kısa vadeli fonlama imkanlarına uyguladığı faiz, bankalardaki mevduat faizi için alt sınırı oluşturmakta ancak genellikle bunun üzerinde oluşmaktadır.** Kriz öncesi yaklaşık 1 puan olan bu marj, kriz sonrası 2.5 puan civarında seyretmektedir. **İkincisi, kredi faizi ile mevduat faizi arasında da kredi faizi lehine bir marj bulunmaktadır. Bu fark tüketici kredilerinde 3-4 puan, ticari kredilerde ise 1-2 puan düzeyindedir.** TCMB analizlerine göre, kredi ve mevduat faizi arasındaki fark, borçluların geri ödeme riskini, vade uyumsuzluğu kaynaklı riskleri ve bankaların fon kaynaklarına ilişkin kısıtlarını göstermesi açısından önemlidir. Belirsizliğin arttığı dönemlerde bu makas açılmakta, güçlü büyüme dönemlerinde ise nakit kredi hariç sıfırlanmakta hatta negatife bile dönmemektedir. **Üçüncüsü ise, kredi faizinin bankalar açısından alternatif bir aktif olan gösterge tahvil faizine göre göreceli durumdur.** Buradaki fark daraldığında, bono portföyü oluşturmak açıldığında ise kredilere ağırlık vermek banka yönetimleri açısından rasyonel görünmektedir.

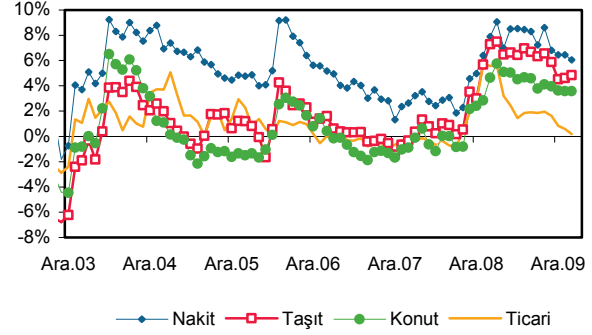
Tüm bunlara baktığımızda, ticari krediler hariç kredi faizlerinde halen önemli bir marjın korunduğunu, bunun ise eski yıllardaki gibi güçlü kredi

büyümlerini engellediğini düşünmekteyiz. Ancak ticari kredilerin analizimize konu olan toplam krediler içinde % 60 gibi önemli bir paya sahip olması, bu anlamda rehavete girilmemesi gerektiğini düşündürmektedir. Ayrıca ticari kredi faizlerinin Merkez Bankası politika faizine en hassas olan kredi türü olduğu da unutulmamalıdır.

Bankalarca TL Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (*)



Kredi ve Mevduat Faizleri Farkları



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(*) Sektörün ağırlıklı ortalama faiz oranları, ilgili hafta içinde banka bazında fiilen kullanılan kredi tutarlarının kredi türleri itibarıyla müşteri bazında her bir krediye uygulanan faiz oranları ile ilişkilendirilmesi ve yıl bazına getirilmesiyle hesaplanmaktadır.

Sonuç olarak, kredilerin ekonomideki büyümenin veya yavaşlamanın nedeni değil hızlandırıcısı olduğu, iyi çalışan bir finansal aktarım mekanizması içinde para politikasının etkisini artırdığı söylenebilir. Bu nedenle de, Merkez Bankaları kredi gelişmelerine özel bir önem vermektedir. Türkiye'de ise, son dönemdeki kredi genişlemesinin zaten enflasyon şoku altında olan para politikası açısından bir tehdit olup olmadığı önem arz etmektedir. Mevcut görünümle bunu iddia etmek kolay değildir. Ancak özellikle ticari kredilerin krediler içindeki ağırlığı ve gelinen düşük faiz seviyesi eğilimlerin yakından izlenmeye devam edilmesini gerektirmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde, Pazartesi günü açıklanacak olan işsizlik oranı ve Perşembe günkü PPK faiz kararı yakından izlenecek. Yurtdışında ise daha yoğun bir veri gündemi var. ABD'de inşaat izinleri, konut başlangıçları, kapasite kullanımı, sanayi üretimi ve Philadelphia Fed endeksi izlenecek olan önemli veriler. ABD ve Japonya'da ise Merkez Bankası'nın faiz kararı açıklaması olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	İşsizlik Oranı, Ara.	%	15 Mart, 10:00	-
Orta	Merk. Yön. Bütçesi FDF, Şub.	TL mln	15 Mart, 10:00	-
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Şub.	-	16 Mart, 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	%	18 Mart, 19:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Mart	-	15 Mart, 14:30	22.00
Yüksek	ABD	Kapasite Kullanımı, Şub.	%	15 Mart, 15:15	72.6
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Şub.	% aylık	15 Mart, 15:15	0.1
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Mart	-	16 Mart, 12:00	44.6
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Şub.	mln	16 Mart, 14:30	0.61
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Şub.	%	16 Mart, 14:30	0.3 & 0.0
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Şub.	mln	16 Mart, 14:30	0.58
Yüksek	ABD	Fed Faiz Kararı	baz puan	16 Mart, 20:15	değişim yok
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Şub.	% aylık	17 Mart, 14:30	0.1 & -0.2
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	17 Mart	0.1
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Şub.	% aylık	18 Mart, 14:30	0.1 & 0.1
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Mart	-	18 Mart, 16:00	18.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Milyar TL) (*)	975.6	1,113.7	1,219.8	1,325.7
GSYİH (Milyar US\$) (*)	630.6	732.7	791.2	847.9
GSYİH büyümesi (*)	-5.1	6.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	4.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	7.3	5.5	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Milyar US\$)	-38.6	-62.8	-70.7	-70.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	116.0	132.6	144.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	178.7	203.2	215.0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar US\$)	-13.9	-35.3	-39.9	-37.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.8	-5.0	-4.4

(*) 2009 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	15 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5310	1.5500	1.5300	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	2.0811	2.1100	2.1000	2.0800	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.6121	3.6600	3.6300	3.6000	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3593	1.3600	1.3700	1.3700	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	9.25%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.20%	9.00%	10.10%	10.60%	11.50%	11.00%	12.00%

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.