

Ekonomi Bülteni

01 Eylül 2014, Sayı: 35

- **Yurt Dışı Gelişmeler**
- **Yurt İçi Gelişmeler**
- **Finansal Göstergeler**
- **Makro Ekonomi ve Strateji**

Özel Sektörün Dış Borcu Konuşulduğu Kadar Riskli mi?

- İç tüketimindeki azalmanın olumsuz etkilerine dikkat!

Ekonomik Araştırma ve Strateji

Dr. Saruhan Özel

Ercan Ergüzel

Ezgi Gülbaş

Ali Can Duran

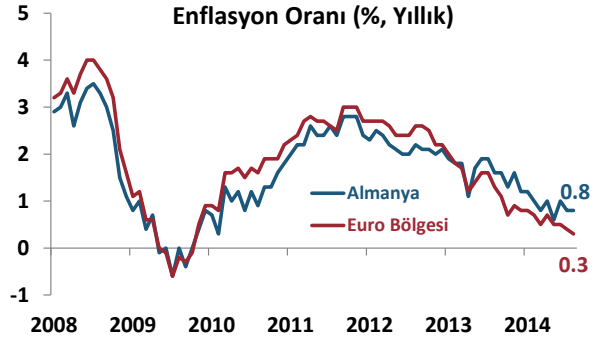


DenizBank 

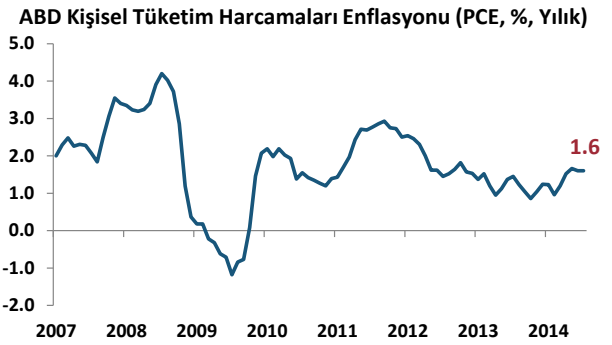
DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurt Dışı Gelişmeler

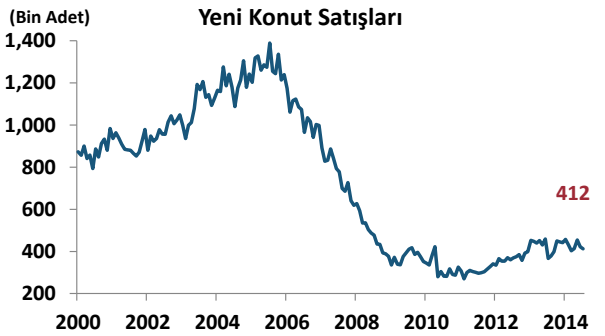
- **Euro Bölgesi'nde dezenflasyon sürüyor.** Euro Bölgesi'nde yıllık enflasyonun Ağustos ayında %0.3 olarak gerçekleştiği tahmin edildi. Piyasa beklentisi yıllık enflasyonun Temmuz ayındaki %0.4'den %0.3'e gerileyeceği yönündeydi. Mario Draghi Jackson Hole konuşmasında daha fazla gevşeme yapılabileceğinin ve QE benzeri bir program açıklanabileceğinin sinyallerini vermişti. Açıklanan enflasyon oranının beklentiler dahilinde kalması ECB'nin haftaya para politikasını daha da gevşeteceği beklentilerine destek vermedi. Hem Reuters kaynaklı bir haberde bariz bir deflasyon verisi görülmeden önümüzdeki hafta harekete geçilmeyeceğine yönelik açıklamaların görülmesi, hem de Almanya maliye bakanının ECB'nin deflasyonla mücadele edecek politika araçlarının olmadığını belirtmesi ECB'nin önümüzdeki hafta beklemeyi tercih edebileceğine işaret ediyor. Almanya maliye bakanı likiditenin oldukça bol olduğunu, önemli olanın yatırımcı, piyasa ve tüketici güvenini arttırmak olduğunu belirtti. Maliye bakanının söylemlerine paralel olarak Cuma sabahı Euro Bölgesi gecelik referans faiz oranı olan EONIA fazla likidite nedeniyle ilk defa negatif bir değer almıştı.



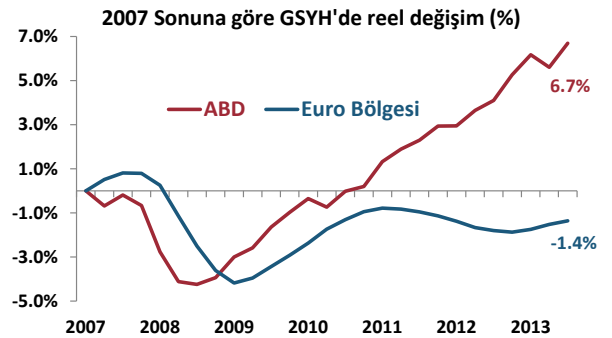
- **ABD'de FED'in takip ettiği PCE enflasyonu yatay seyretti.** ABD'de FED'in %2 olarak hedeflediği enflasyon oranı olan PCE (Kişisel tüketim harcamaları enflasyonu) Temmuz ayında beklentilere paralel %1.6 'da sabit kaldı. Bir süredir Euro Bölgesi'nin aksine yükselen PCE kişisel tüketim harcamalarındaki yavaşlama nedeniyle azalan fiyat baskına paralel Temmuz ayında artışına ara verdi. Diğer taraftan tüketim harcamaları %0.2'lik artış beklentisinin aksine %0.2'lik azalma gösterdi. 2.çeyrek başında tüketim harcamalarında görülen bu gerileme genel ekonomik aktiviteye yönelik beklentileri değiştirecek nitelikte değil.



- **ABD yeni konut satışları beklentilerin altında kaldı.** Önceki hafta açıklanan konut inşaat ruhsatları ve başlangıçları verisi ile 2.el konut satışları verileri ABD'de toparlanmakta güçlük çeken konut sektörüne yönelik endişelerin azalabileceğine işaret etmişti. Pek çok farklı türde verinin takip edildiği konut sektöründe geçtiğimiz hafta içerisinde açıklanan yeni konut satışları verisi ise sektörde halen bir sorun olduğuna işaret ediyor. Yıllık bazda 429 bin adet olarak açıklanması beklenen veri 412 bin adet olarak açıklandı. Hem beklentilerin hem de bir önceki ayın altında kalan veri sektör toparlanmasına yönelik halen net bir tablo oluşmadığına işaret ediyor. Önceki hafta pozitif gelen verilerin devam etmesi ve verilerdeki volatilitenin azalması ancak FED'in bu sektör adına endişelerinin azalmasına destek verebilir.



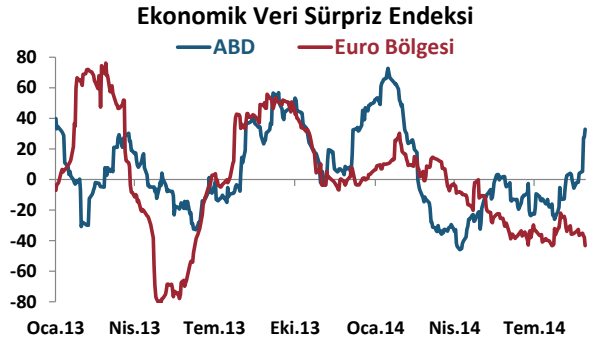
- **ABD'de 2.çeyrek büyümesi ilk tahminden daha güçlü.** ABD'de 2.çeyrek GSYH büyüme oranı 2.tahminde ilk tahminin üzerine revize edildi. İlk çeyrekte soğuk hava koşullarının da dahil olduğu tek seferlik etkilerle yıllıklandırılmış bazda bir önceki çeyreğe göre %2.1 oranında daralan ABD ekonomisinin 2.çeyrekte %4 oranında (yıllıklandırılmış) büyüdüğü açıklanmıştı. Nihai değeri açıklanmadan önce 2 kez tahmin açıklanan büyüme oranında beklenti %4 olan ilk tahminin %3.9'a indirilmesi yönündeyken, büyüme oranı %4.2'ye yukarı yönlü revize edildi. Büyüme verisinin detayları incelendiğinde daha sürdürülebilir bir yapı üzerine yayılmaya başladığı da görüldü. İç talep kaynaklı bir büyüme görülürken daha az stok artışı görüldü. İlk tahminde %2.8 olarak açıklanan iç talep artışı %3.1'e revize edilerek 2010 yılının 2.çeyreğinden bu yana en yüksek büyüme oranına ulaştı. Şirketlerin stok artışının ilk tahmine göre daha az olduğu (%1.4, ilk tahmin %1.7) bunun da bir sonraki çeyrekte desteğine ara verme ihtimalinin az olduğu görülüyor.



DenizBank Ekonomi Bülteni

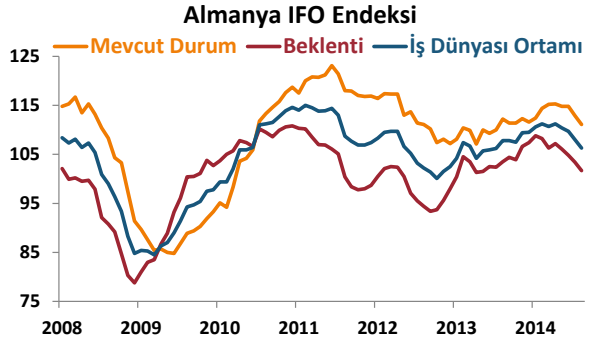
Yurt Dışı Gelişmeler

- **Euro Bölgesi ve ABD ekonomilerindeki ayrışma devam edecek.** ABD ve Euro Bölgesi arasında ekonomik aktivitede görülen farklılaşmanın yansımaları tüketici güven endekslerine de yansıyor. ABD’de Nisan ayından bu yana yükselen tüketici güven endeksi Ağustos ayında 89 olan beklentilerin üzerinde 92.4 olarak açıklanarak son 7 yılın en yüksek değerine ulaştı. Öte yandan Euro Bölgesi tüketici güveni göstergesi ise Temmuz ve Ağustos aylarında gerileme kaydetmişti. Önümüzdeki dönem ekonomik aktivite adına sinyal veren bu iki gösterge ABD ekonomisi adına pozitif, Euro Bölgesi ekonomisi adına ise negatif sinyaller veriyor. Buna paralel sayfanın en üstündeki grafikten de görüldüğü üzere Euro Bölgesi’nin reel olarak kriz nedeniyle ekonomisinde yaşadığı kaybı yerine koymasına biraz daha vakit alacağı benziyor. 25 Ağustos tarihli ekonomi bülteninde de yazdığımız üzere Euro Bölgesi’nin yeni bir resesyona girmesine engel olmak için gerekli hamlelerin yapılması için daha fazla beklenmemesi gerekiyor.



- **Almanya’da veriler negatif sürpriz yapmaya devam ediyor.** Euro Bölgesi’nin büyüme motoru olarak görülen en büyük ekonomisi Almanya’da ekonomik veriler oldukça negatif gelmeye devam ediyor. Almanya’da perakende satışlar Temmuz ayında bir önceki aya göre %0.1’lik artış beklentisine karşın %1.4 oranında gerileme kaydederken, bir önceki ayın %1.3’lük artış oranı da %1’e revize edildi. Perakende satışlardaki gerileme Ocak 2012’den bu yana en sert düşüş oranına işaret etti. Bir önceki çeyreğe göre 2.çeyrek %0.2 daralan Almanya ekonomisinde 3.çeyrekte de daralmanın devam edeceği beklentileri giderek güçleniyor.

- **Almanya’da iş dünyasının morali gerilemeye devam etti.** Almanya’da açıklanan IFO endeksi iş dünyası güveninin arka arkaya 4.ayda da gerilediğine işaret etti. Ağustos ayında 108’den 107’ye gerilemesi beklenen endeks 106.3 ile beklentilerin altında kaldı. Ukrayna-Rusya gerginliği başladığı dönemlerde 3 aylık dönemdeki beklentilerdeki gerileme ile iş dünyası ortamının göstergesi IFO endeksi gerilemeye başlamıştı. Ukrayna’daki gelişmelerin Alman ekonomisine olan etkilerinin görülmeye başlanması ile birlikte mevcut durum endeksi son 2 aydır önemli oranda gerileme kaydetti. Beklentilere paralel mevcut durum endeksindeki bu gerileme ile manşet endeks Temmuz 2013’den bu yana en düşük seviyesine geriledi. Ekonomik büyüme adına PMI verilerine görece daha fazla önem verilen IFO endeksinde görülen bu gerileme, Euro Bölgesi’nin en büyük ekonomisi Almanya’da 2.çeyrekte görülen sürpriz daralmanın 3.çeyrekte de devam edebileceğine yönelik şüphelerin artmasına neden oluyor. Jeopolitik riskler devam ettiği sürece Alman iş dünyasındaki gerileme bir süre daha devam edecek gibi görünüyor.



DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurt İçi Gelişmeler

TCMB Faiz Kararı, Ağustos 2014

• Merkez Bankası (MB) bu ayki toplantısında beklentilere paralel olarak politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %8.25'te sabit tuttu. Buna karşın, piyasa beklentisinden farklı olarak %12 olan borç verme faizini (Piyasa yapımcılar %11.5) 75 baz düşürerek %11.25'e (Piyasa yapımcılar %10.75) indirdi. MB, %7.5 olan gecelik borçlanma faizini ise değiştirmede. MB, munzam karşılık oranlarında ve rezerv opsiyon katsayılarında da değişikliğe gitmedi.

• MB, üst bantta indirim yapmasına gerekçe olarak kısa vadeli faizlerdeki mevcut duruşun daha simetrik bir faiz koridoru içinde sürdürülmesinin uygun olmasını gösterdi. Önümüzdeki dönemde, MB enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlar yakından izlenecek olduğunu da tekrarladı.

• MB, gıda fiyatlarının yüksek seyrinin enflasyondaki iyileşmeyi geciktirdiğini belirtti. Geçtiğimiz aylardan farklı olarak, kuraklığın ve jeopolitik risklerin enflasyon görünümü üzerindeki etkilerinin dikkate alındığını vurguladı. Birikimli döviz kuru gelişmelerinin yıllık enflasyon üzerindeki olumsuz etkisinin kademeli olarak azalacağını tekrarladı. MB'nin, önceki toplantı notlarından farklı olarak ihracatın büyümeye olumlu katkısının 2014 yılında artacağı ve cari açıkta 2014 yılında belirgin iyileşmenin olacağı beklentisini karar metninden çıkardı. Bir önceki ay karar metninde yer alan talep bileşenlerinin 2014 yılında enflasyon baskısını azaltacağı beklentisi de karar metninde yer almadı.

• Bu ay Merkez Bankası enflasyondaki gidişatı ve enflasyon beklentilerindeki kötüleşmeyi dikkate alarak Mayıs ayında başladığı faiz indirimlerine ara verdi. Üst bantı ise düşürerek sembolik bir faiz indirimi gerçekleştirdi. MB piyasaya ağırlıklı olarak politika faizinden fonlama sağlıyor ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti %8.30 seviyesinde oluşuyor. Bundan dolayı, üst bantın aşağıya çekilmesinin kısa vadede piyasa faizleri üzerinde belirgin bir etkisinin olmayacağını düşünüyoruz. Üst bantta benzer indirimlerin gelmesi çok kolay gözüküyor. Çünkü üst bantta faiz sigorta görevi görmeye devam ediyor ve tek hanelere gerilemiş bir üst bant yüksek volatilité dönemlerinde yeterli olmayabilir. Bundan sonraki süreçte enflasyonda belirgin bir iyileşme görülünceye kadar MB'nin politika faizini sabit tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Dış Ticaret Dengesi, Temmuz 2014

• Temmuz ayında dış ticaret dengesi beklentilerin altında 6.5 milyar \$ açık verdi. Dış ticaret verisinin beklentimizin altında kalmasında ithalattaki daralmanın hız kazanması etkili oldu. Temmuz ayında ithalatta gerilemeyle ihracatın ithalatı karşılama oranı %62'den %67.5'e yükseldi. 12 aylık birikimli dış ticaret açığı ise bir önceki yıla göre %9 azalışla 85 milyar \$'a geriledi.

Milyar \$	Aylık		Yıllık	12 Ay Toplam		Yıllık
	Tem.13	Tem.14	% Değ.	Tem.13	Tem.14	% Değ.
İhracat	13.1	13.4	2.6%	154	157	2%
İthalat	23.0	19.9	-13.5%	247	242	-2%
<i>Yatırım Malları</i>	3.3	2.9	-12.4%	36	36	2%
<i>Ara Malı</i>	16.8	14.5	-13.9%	182	176	-3%
<i>Tüketim Malları</i>	2.8	2.5	-11.8%	29	30	2%
Dış Tic. Dengesi	-9.9	-6.5	-34.8%	-94	-85	-9%

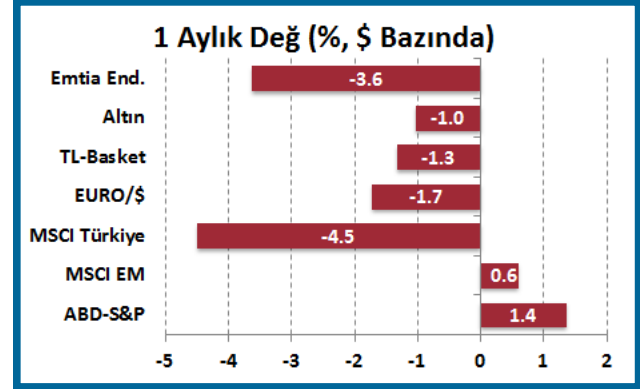
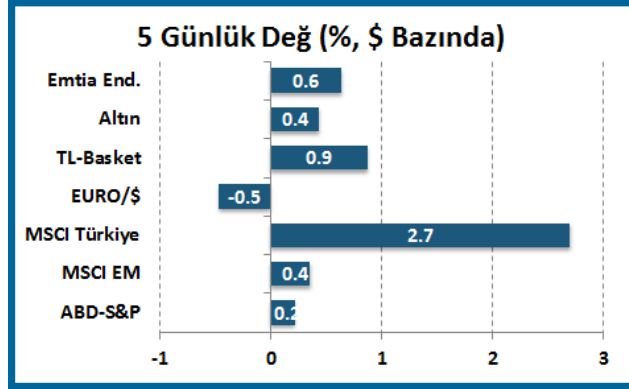
• İhracatta artış eğilimi Temmuz ayında da devam ederken, yılın ilk yedi ayında ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %6.1 artış gösterdi. Geniş ekonomik gruplara göre baktığımızda, ihracatta en büyük paya sahip ara malı ihracatı Temmuz ayında önceki yıla göre %1'lik sınırlı artış gösterdi. İthalat tarafında iç talepteki yavaşlamaya paralel olarak gerileme Temmuz ayında hız kazandı. Altın ithalatındaki normalleşme bunu destekledi. Son üç aydır negatif seyreden net altın ihracatı da Temmuz ayında pozitifte döndü (259 milyon \$).

• 2014 yılında AB ülkelerindeki toparlanmaya paralel olarak bu ülkelere olan ihracatımızın çift haneli seviyelerde artmaya devam ettiğini görüyoruz (İlk yedi ayda bir önceki yılın aynı dönemine göre %13 arttı). Diğer taraftan bölgede yaşanan gerginliklerle Irak'a yaptığımız ihracatta Haziran ayında başlayan düşüş Temmuz ayında da devam etti. Irak'a olan ihracattaki ilk yedi aydaki düşüş %2'ye ulaştı. İthalat tarafında Temmuz ayında görülen sert düşüşün ise hem iç talepte hem de üretimde önümüzdeki dönemde görülecek yavaşlamanın göstergesi olduğunu düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında Merkez Bankası'nın da belirttiği gibi ekonomik büyümenin hızındaki yavaşlamanın belirginleşmesini bekliyoruz.

DenizBank Ekonomi Bülteni

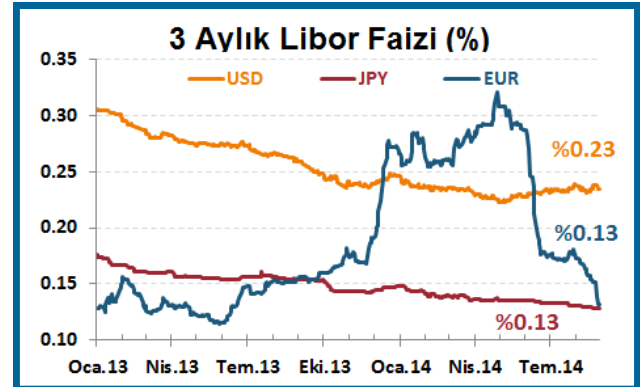
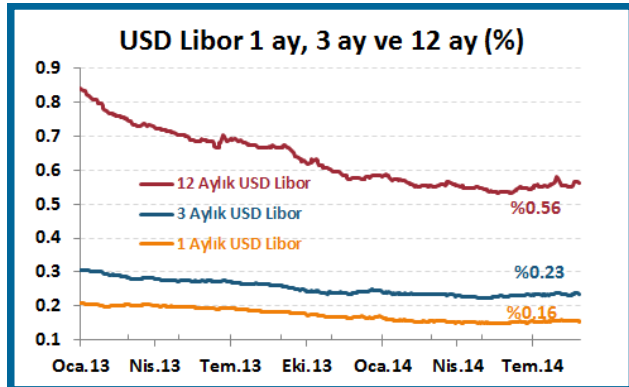
Finansal Göstergeler

Haftalık ve Aylık Getiri



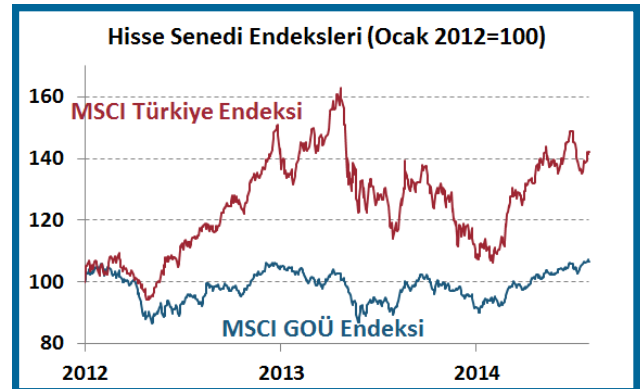
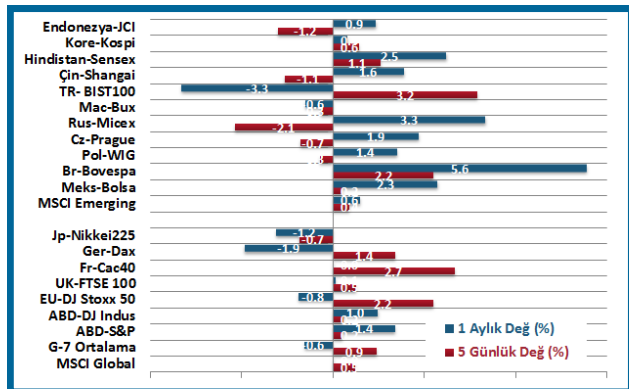
Risk iştahındaki toparlanma haftalık bazda devam etti

Para Piyasaları



Euro Libor faizleri önceki hafta Draghi'nin konuşmasının etkisiyle gerilemesine hız kattı

H. Senedi Piyasaları

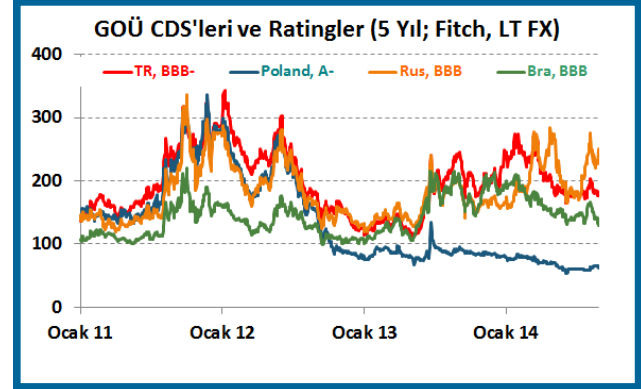
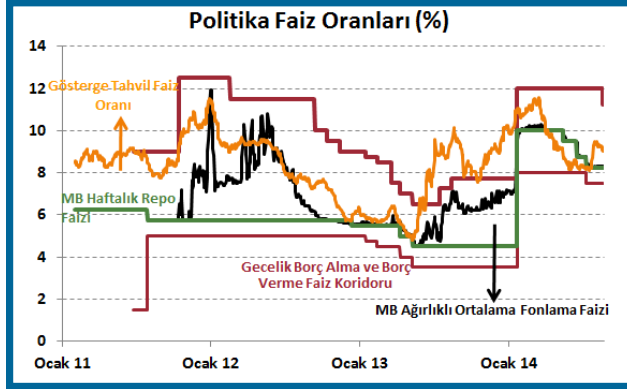


Gelişmekte olan hisse senedi endeksleri bölgeler gelişmelerle karışık seyretti

DenizBank Ekonomi Bülteni

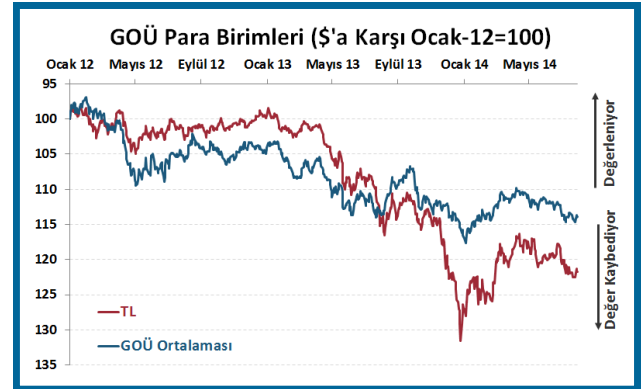
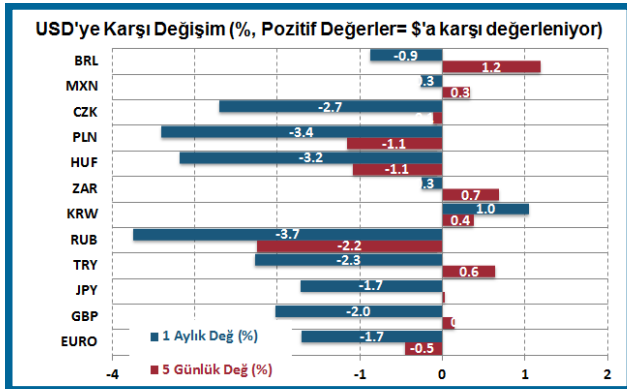
Finansal Göstergeler

Tahvil Piyasaları



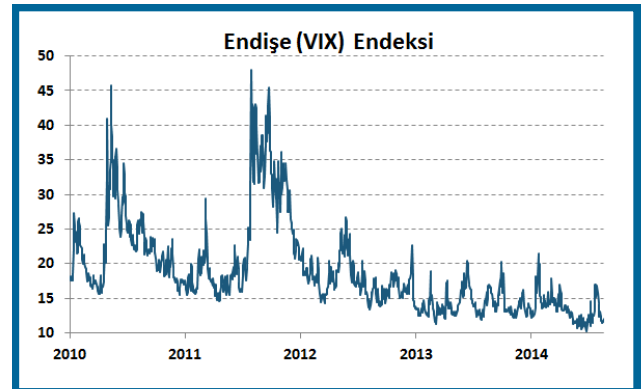
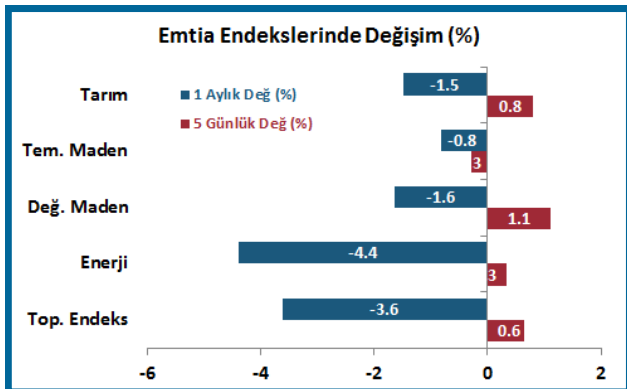
Gösterge tahvil getirisi global olarak tahvillere olan ilgiye paralel %9.01'e kadar geriledi

Döviz Piyasaları



USD ABD verilerinden aldığı destekle güçlenmeye devam ediyor

Emtia Piyasaları



Emtiada hafif bir toparlanma yaşanırken, altının desteğiyle değerli maden endeksi pozitif ayrıştı

DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

Özel Sektörün Dış Borcu Konuşulduğu Kadar Riskli mi?

Özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi hem hacim hem ekonomiye oran olarak son 10 yılda hızlı şekilde arttı (**yandaki grafik**). 2004 sonunda 47 milyar \$ olan toplam borç Haziran 2014'te 211 milyar \$'a ulaştı. Sadece bakiye olarak değil ekonomiye oran olarak da benzer bir seyir var. 2004 sonunda ekonominin %12'si düzeyinde olan özel sektör yurtdışı borçlanması Haziran 2014'de %26.3'e çıktı. Özel sektör borcunun ekonomiye oran olarak 14 puan arttığı bu 10 yıllık süre içinde kamu borcunun ekonomiye oranı 25 puan geriledi. Fakat değerlendirmelerin kamu kesiminde çok daha iyi seviyedeki düzelmeyi çok fazla dikkate almayan rating firmaları global piyasalarda volatilité ne zaman artsa Türkiye ekonomisi ile ilgili negatif değerlemelerin en tepesinde özel sektörün hızla yükselmiş olan dış borcuna vurgu yapmaya başladılar. Değerlendirmelerde kısmi haklılık payı olsa da aşağıdaki nedenlerle bunun biraz abartılmış bir risk faktörü olduğunu belirtmek gerekiyor.

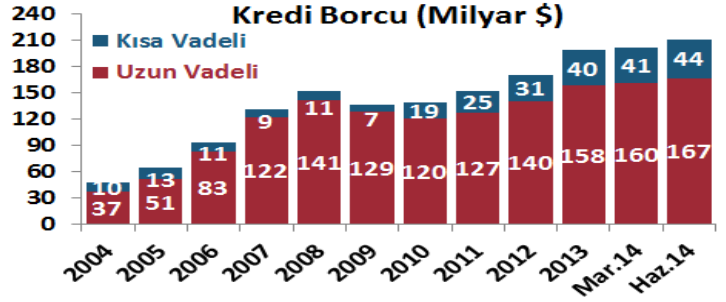
Birincisi, Türkiye son 10 yılda özel sektörün dış borcunun ekonomiye oranı açısından en hızlı artış göstermiş gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) arasında. Fakat bundan daha önemlisi gelinen seviye anlamında Türkiye'nin diğer GOÜ'lerle karşılaştırıldığında hangi noktada olduğu. IIF'ten sağlanan verilere göre Türkiye'de özel sektörün dış borcunun ekonomiye oranı 2013 sonu itibarı ile birçok GOÜ'nün gerisinde. (**Yandaki grafik**) (TR:%24 vs. Brezilya: %18, Rusya: %21, Çek Cumhuriyeti: %25, Polonya: %28, Macaristan %50)

İkincisi, borcun kur, vade ve faiz tipi kompozisyonu özel sektörün avantajlı konumda olduğunu gösteriyor. Özel sektör dış borcunun %78'i uzun vadeli iken sadece %22'si kısa vadeli. Kısa vadeli borcun %11'i; uzun vadeli'nin ise %6'sı TL cinsinden. Benzer şekilde toplam dış borcun %55'i sabit faizli ki global faizlerin tarihi düşük seviyelerde olduğu mevcut konjunktürde bu oranın olabildiğince yüksek olması özellikle toplam dış borcun %78'inin uzun vadeli olduğu hesaba katıldığında şirketler açısından pozitif bir durum.

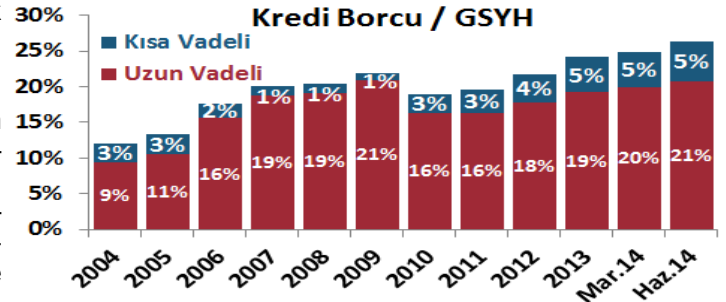
Üçüncüsü, Türkiye gibi GOÜ'lerde özel sektörün yurtdışı borçlanmasının karşılığında döviz varlıkları (ve uzun vadede aldıkları yatırımla üretecekleri malları yurtdışına ihraç edecekleri düşünülürse döviz alacakları da) var. Türkiye'de finansal kesim dışındaki şirketlerin toplam döviz varlıkları Mayıs-2014 itibarı ile 101 milyar \$. Bunun yanında volatilitenin arttığı dönemlerde ülkeye hesaplanamayan önemli bir döviz girişinin olduğu net hata noksan kaleminden de görülebiliyor. Örneğin global volatilitenin yüksek olduğu Temmuz-2013 ve Mart-2014 arasındaki 8 ayda toplam net hata noksan 15 milyar \$ gibi önemli bir seviyeye ulaştı ki bu toplam özel sektör dış borcunun %7.5'una tekabül ediyor.

Dördüncüsü, özel sektör uzun vadeli dış borcunun %65'i şeffaf ve iyi yönetilen bankalar üzerinden geliyor. Kredi yönetimi dünya standartlarının bile ötesinde olan Türk Bankacılık Sektörü'nün yüksek risk ihtiyatı sayesinde krediler fizibil projelere ve yeterli teminatlarla kullanılıyor. 2008'deki global kriz sonunda bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede sorunlu krediler oranı çift hanelere çıkmışken (ve İtalya gibi bazı GÜ'lerde halen çift haneli seviyelerde) Türkiye'de bu oranın en yüksek seviyesi %5.5 olmuş ve sonrasında hızla gerileyerek %3'ün altına inmişti.

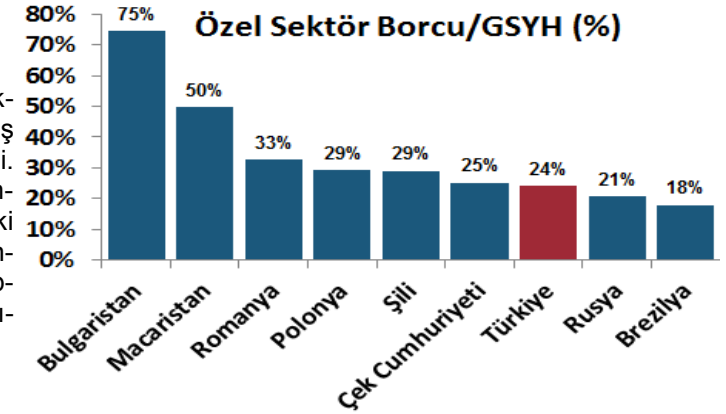
Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Milyar \$)



Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu / GSYH



Özel Sektör Borcu/GSYH (%)



DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

Özetle, farklı açılardan değerlendirildiğinde özel sektörün borçluluk seviyesinin son 10 yılda hızlı şekilde arttığı bir olgu olmakla beraber borcun seviyesi, kompozisyonu, vadesi ve diğer önemli kriterler açısından borcun rahatsızlık yaratacak boyutta olmadığı görülmüştür.

Fakat iç tüketimindeki azalmanın olumsuz etkilerine dikkat!

Diğer taraftan özel sektör için asıl risk bu borçla yapılan yatırımların karşılığının alınmaması olur. **Yandaki grafiklerden de görülebileceği üzere bu kaynakları alan sektörlerin çoğu iç tüketime yönelik sektörler.** İç tüketim güçlü olduğu müddetçe bu borçları alan firmalar borçlarını geri ödeyebilecek nakit akışını sağlamaya devam edebiliyorlar.

Türkiye'nin son 10 yıllık büyüme performansında iç tüketimin payı %70 (**yanda alttaki grafik**). Bu güçlü iç tüketim düşük hanehalkı borçluluğu ve sağlam bankacılık sistemi ile birleşince hanehalkı bu tüketim gücünü sürdürebildi. Bu sayede şirketler 2006, 2008 ve 2012'deki volatilitelerde çok önemli bir sorunla karşılaşmadan borçlarını geri ödeyebildiler; ya da büyümenin devam edeceğini düşünen yurtdışı kreditorler bu borçları çevirmeye devam etti.

Fakat makro-ihtiyati önlemlerle birlikte 2012 yılından itibaren tüketim baskılanmaya başlayınca farklı bir resim ortaya çıktı. Tüketici kredilerinin yıllıklandırılmış artışı %40'lı seviyelerden %15'lere kadar geriledi (**yanda alttaki grafik**). Tüketici kredilerindeki düşük seyrin aynı şekilde devamı özellikle faaliyetlerini ihracata kaydırma potansiyeli ve imkanı daha düşük sektör veya şirketlerin borç ödeme kapasitesini olumsuz etkileyebilir.

