

Döviz Şoku Sonrası Olası Dengelenme Patikaları...

2018 Eylül

Serhat Gürleyen
Direktör
sgurleyen@isyatirim.com.tr

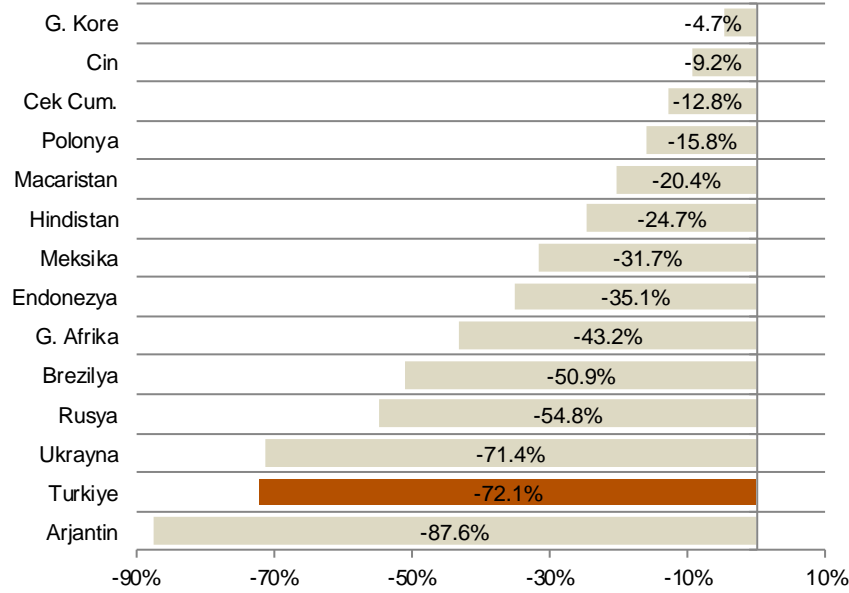
Muammer Kömürcüođlu
Ekonomist
mkomurcuoglu@isyatirim.com.tr

Gelişmekte Olan Ülkeler Kusursuz Fırtınanın Eşiğinde

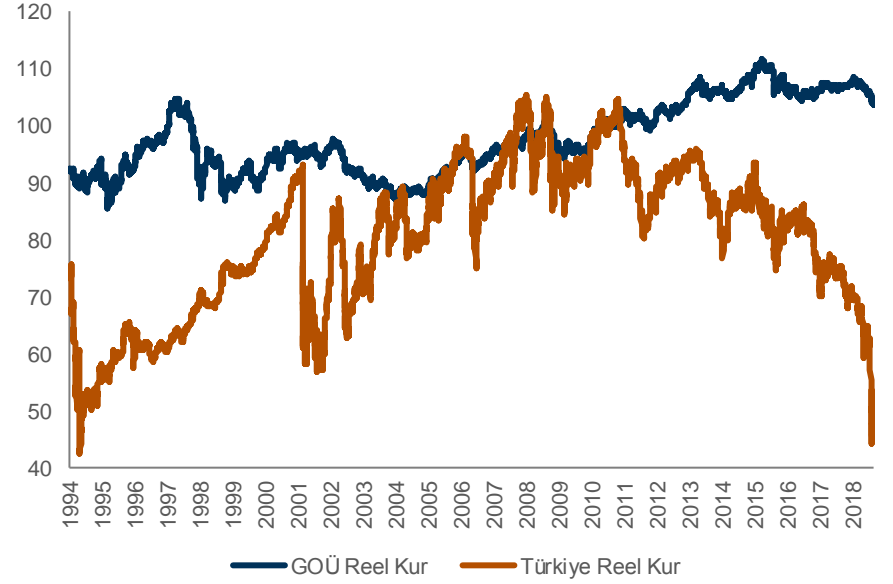
1

GOÜ Kur Gelişmeleri (% değişim, 2013-2018*)

Türkiye ve GOÜ'lerde Reel Kur (1994-2018*)



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: JP Morgan

- Finansal koşullardaki bozulma ve dış ticaret savaşlarının baskısı Gelişmekte Olan Ülkeleri (GOÜ) kusursuz bir fırtınanın eşiğine getirdi.
- Yapısal bozuklukları yüzünden kırılğan konumdaki Arjantin ve Türkiye fırtınaya ilk yakalanan ülkeler oldu. Reel olarak 1994 dip seviyesine yaklaşan ve 2,7 Z puanına ulaşan Türk Lirası GOÜ ligindeki en ucuz para birimleri arasında yer alıyor.
- Merkez Bankası'nın 625 baz puanlık faiz artışının Türk lirasında yarattığı etki sınırlı oldu.

- Değerin negatif olması ilgili para biriminin dolar karşısında değer kaybettiğini gösterir
- 18 Eylül itibariyle

Türkiye Kırılgan Ülkeler Arasında Öne Çıkıyor

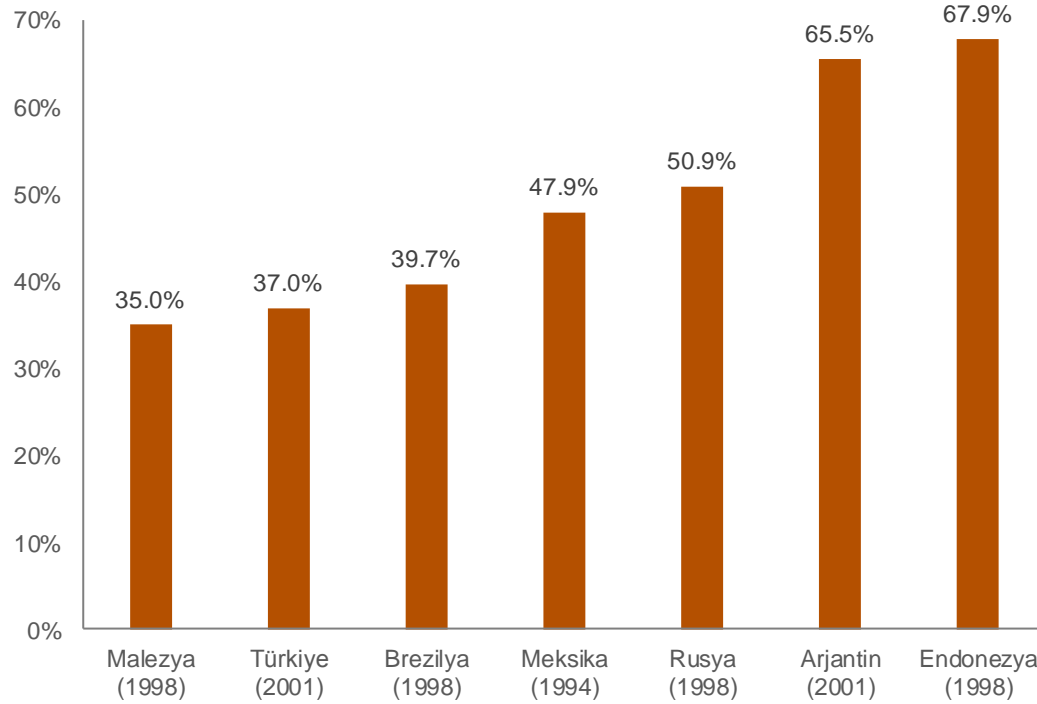
2

	Arjantin	Brezilya	Çin	Hindistan	Endonezya	Kore	Malezya	Meksika	Polonya	Rusya	G.Afrika	Türkiye	Ukrayna
Dış Kırılganlık													
Dış Kırılganlık Endeksi	0.73	0.33	0.33	0.47	0.47	0.27	0.47	0.47	0.60	0.27	0.67	0.87	0.73
Cari Denge / GSYH (%)	-5.0	-1.0	1.1	-2.1	-2.1	4.7	2.5	-1.4	-0.6	2.8	-2.9	-5.9	-3.2
(Cari Açık - Net Doğrudan Yatırımlar) / GSYH (% , 2018T)	-2.6	2.7	2.4	-0.4	0.0	5.6	5.4	0.7	1.2	3.2	-1.9	-4.6	-0.3
Rezerv Yeterlilik Oranı (2018T)	0.5	2.5	2.7	1.8	1.1	1.6	1.0	1.5	0.8	2.3	0.9	0.4	0.5
Kısa Vadeli Dış Borç /Toplam Dış Borç (% , 2018T)	25.0	9	57	15	15	26	41	14	13	12	21	25	17
Dış Borç / GSYH (% , 2018T)	41	32	14	23	35	26	59	39	66	30	48	57	96
Yurtiçi Finansal Kırılganlık													
Yurtiçi Finansal Kırılganlık Endeksi	0.4	0.38	0.48	0.43	0.48	0.43	0.57	0.62	0.38	0.48	0.48	0.67	0.27
Şirket Borcu / GSYH (% , Δ 2012-2017)	3	-1	30	-6	5	0	6	7	4	10	9	24	-8
HH Borcu / GSYH (% , Δ 2012-2017)	1.5	-2	18	2.1	1	14	4	2	1	2	-6	-1	-7
Özel Sektör Reel Kredi Büyümesi (% , yıllık, 2012-17 ortalama)	10	1	14	4	8	5	6	7	4	4	3	12	-8
Yabancı Alacaklar / Yurtiçi Kredi (% , 2017)	41	15	4	15	38	12	32	77	63	13	22	49	20
Kamu Borcunda Yabancı Payı (% , Aralık 2017)		12	2	5	40	11	29	33	33	32	41	19	
Hissede Yabancı Payı (% , Haziran 2017)	12	28	9	21	18	28	13	29	17	19	29	65	53
Yurtiçi Konut Fiyatları (% , yıllık, 2012-2017 ortalama)		4.2	3.1	14	6	1.9	9.3	5.5	-0.1	2.3	5.6	14.1	
Politika Kırılganlık													
Politika Kırılganlık Endeksi	0.78	0.67	0.39	0.61	0.39	0.33	0.28	0.56	0.44	0.28	0.44	0.67	0.78
2018 y il sonu enflasyonu (Enf. Hedefi / Hedef Bandı)	20.9 (21-17*)	3.6 (4.5+1.5)	2.3 (3)	4.3 (4+1)	4.3 (4+1)	2.3 (2.0)	2.0 (2.5-3.5)	4.0 (3+1)	2.3 (2.5+1)	3.9 (4.0)	4.3 (3-6)	21.0 (5+2)	8.4 (5+1)
Reel Faiz Oranı	2.0	2.9	0.8	1.7	0.2	-0.6	1.2	3.5	-0.8	2.8	2.2	2.5	3.6
Bütçe Dengesi / GSYH (% , 2018T)	-4.9	-7.3	-4.2	-6.5	-2.4	2.2	-2.7	-2.6	-2.7	0.0	-3.7	-2.5	-2.5
Brüt Kamu Borcu / GSYH (%)	52	88	51	67	29	38	54	52	54	18	56	28	83
Dünya Bankası Yönetişim Göstergeleri (2017)	-0.03	-0.15	-0.42	-0.19	-0.18	0.75	0.31	-0.28	0.74	-0.73	0.19	-0.46	-0.75
Dünya Ekonomik Forumu Küresel Rekabet Endeksi (2017-2018)	4	4.1	5	4.6	4.7	5.1	5.16	4.41	4.56	4.6	4.3	4.39	4.1
2018-2019 Seçim Takvimi	Eki 19	Eki 18		May 19	Nis 19			Tem 18	Kas 19		Ağu 19	Mar 19	Mar 19

Kaynak: IIF

*Türkiye için İş Yatırım tahminleri ve resmi veri kaynakları kullanılmıştır

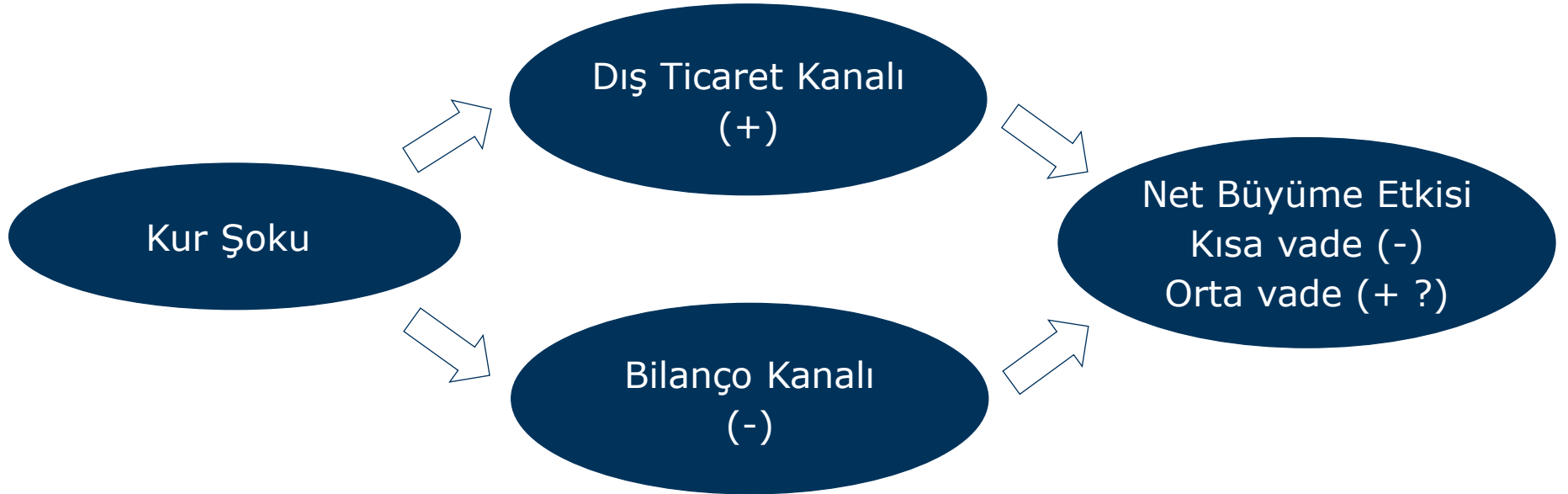
Reel Kur Değer Kaybı



Kaynak: Bloomberg, BIS

- Geçmiş ülke örnekleri kur şoku kaynaklı kriz dönemlerinde yerel paranın reel bazda %30-%60 arasında değer kaybettiğini gösteriyor.
- Türk lirasında 2018 yılında yaşanan değer kaybını geçmiş döviz kuru krizleriyle doğrudan karşılaştırmak doğru değil. Türkiye 2001 krizinden beri dalgalı kur uyguluyor. Kriz yaşanan ülkelerin çoğunda sabit kur veya kontrollü dalgalanma uygulanıyordu.
- Ancak tepe noktasına göre reel olarak %55 değer kaybeden Türk lirasının uç senaryoları fiyatladığını söyleyebiliriz.

- Döviz şokları ekonomiyi iki kanaldan etkiliyor:
- **(+) Dış ticaret** : Kurdaki değer kaybı cari dengesi bozuk ülkelerde sert bir düzeltme sağlayarak orta vadede büyümeyi destekliyor.
- **(-) Sermaye hareketleri**: Kurdaki değer kaybı bilançoları bozarak bankacılık sistemi üzerindeki baskının artmasına ve sermaye çıkışına neden oluyor.
- Sermaye çıkışı durdurulup finansal istikrar sağlanırsa ve ekonomide ihracat lehine bir yeniden dengelenme gerçekleştirilebilirse orta vadede büyüme üzerindeki etki olumlu oluyor.

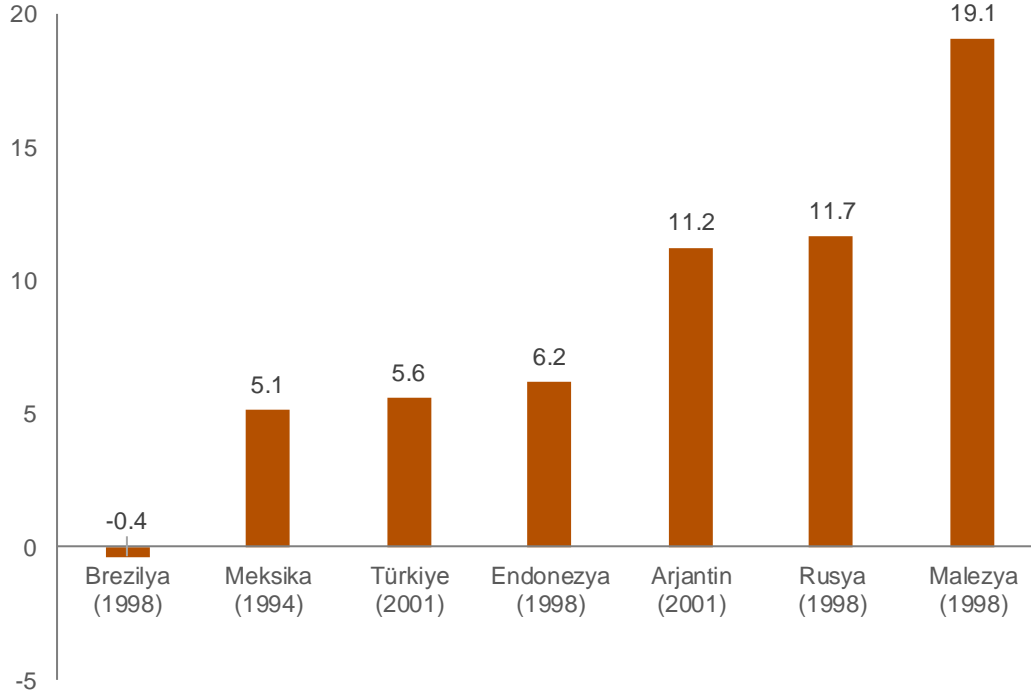


J Eğrisi Etkisi



- Zayıf kur ekonomide kaynakların ihracata yönelik çalışan sektörlerle yönelmesini sağlayarak büyümeyi destekliyor.
- Kısa vadede zayıf kur nedeniyle ihracat ve ithalat miktarları değişmediği için dış ticaret açığı artabiliyor. – 'J-eğrisi etkisi'
- Orta vadede ekonomide dışa dönük dengelenme ile dış ticaret ve cari dengede bir düzeltme görülüyor.

Cari Denge Düzeltmesi (yp)



Kaynak: Bloomberg, IMF

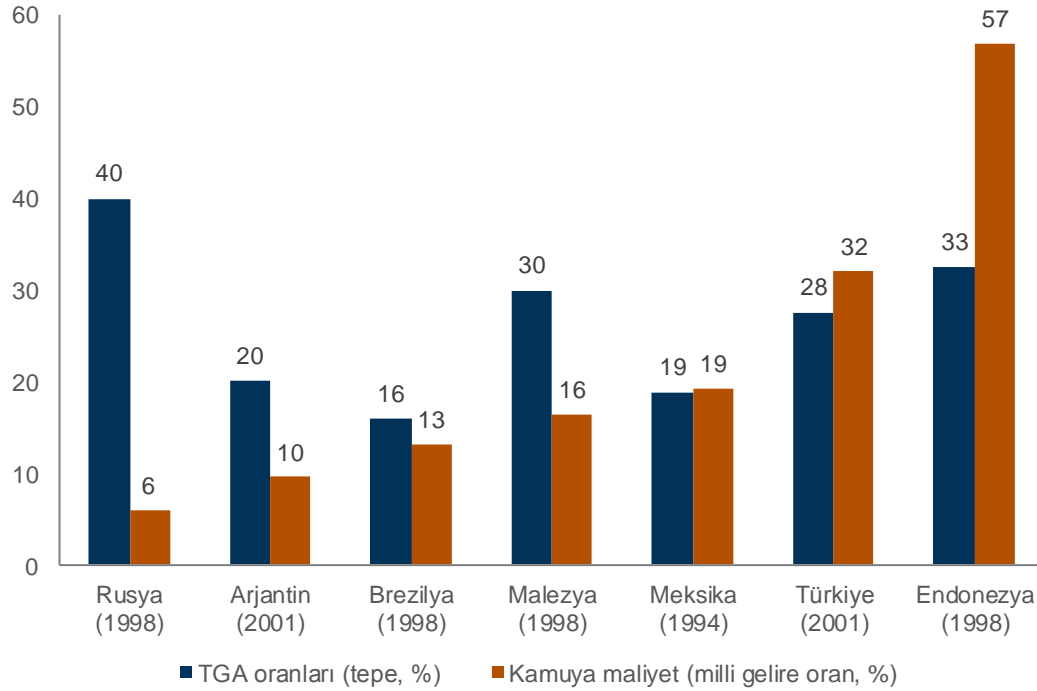
- Geçmiş örnekler cari denge düzeltmesinin Asya ekonomileri (Rusya, Malezya ve Endonezya) ve bazı Latin Amerika ülkelerinde (Arjantin ve Meksika) daha belirgin olduğuna işaret ediyor.
- Ekonomi yönetiminin para politikasını sıkılaştırdığı, mali konsolidasyon uyguladığı ve/veya sermaye akımlarında ani duruşun yaşandığı durumlarda cari dengedeki düzeltme daha sert olmuş.



- Yeni tip kur krizlerinin etkisi bilanço kanalının çalışması nedeniyle daha yıkıcı oluyor.
- Sermaye akışları kriz öncesi ve sonrasında kilit rol oynuyor.
- Bilanço etkisinde genel olarak iki uyumsuzluk öne çıkıyor: (i) vade uyumsuzluğu, (ii) kur uyumsuzluğu.
- Vade uyumsuzluğu likidite krizi korkusunu, kur uyumsuzluğu iflas endişelerini arttırarak sermaye çıkışlarına yol açıyor.

Bilanço Etkisi Örnekleri (-)

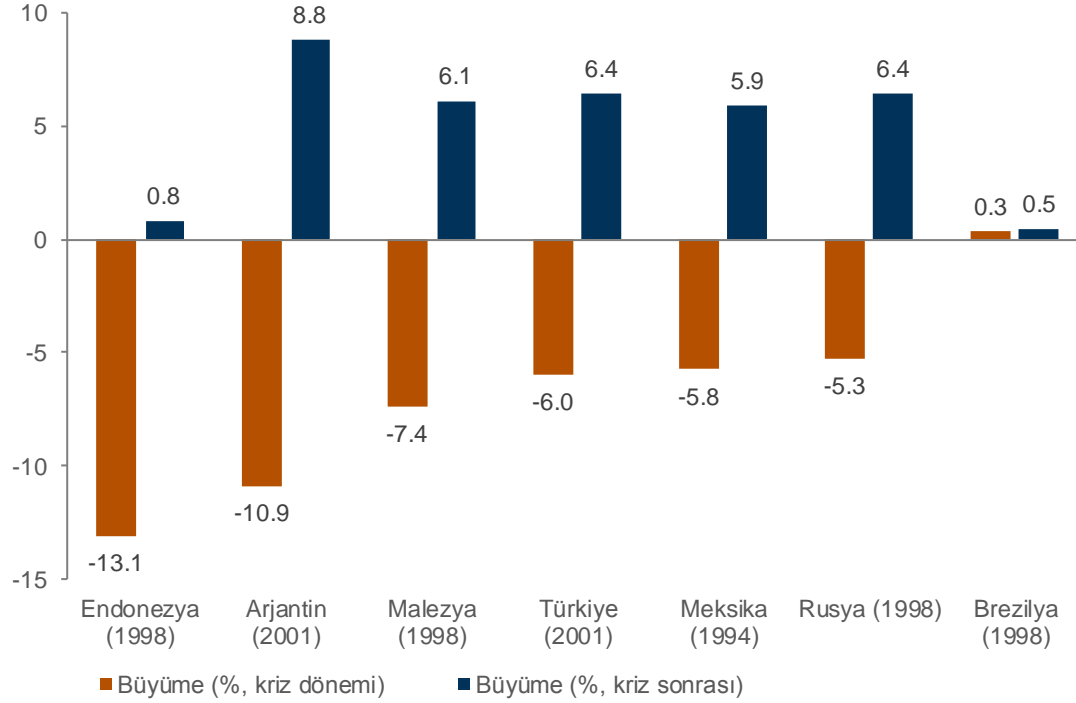
Varlık kalitesindeki bozulmanın maliyeti



Kaynak: *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, Claessens and Kose, 2014

- Geçmiş GOÜ örnekleri bilanço etkisinin hızlı ve yıkıcı olabildiğini gösteriyor. Kur krizi dönemlerinde tahsil edilemeyen krediler nedeniyle oluşan zararın kamu maliyesine etkisi milli gelirin %10-%30'ü arasında değişiyor. Sürecin kötü yönetildiği Endonezya'da kredi krizinin kamuya maliyeti çok daha yüksek oluyor.

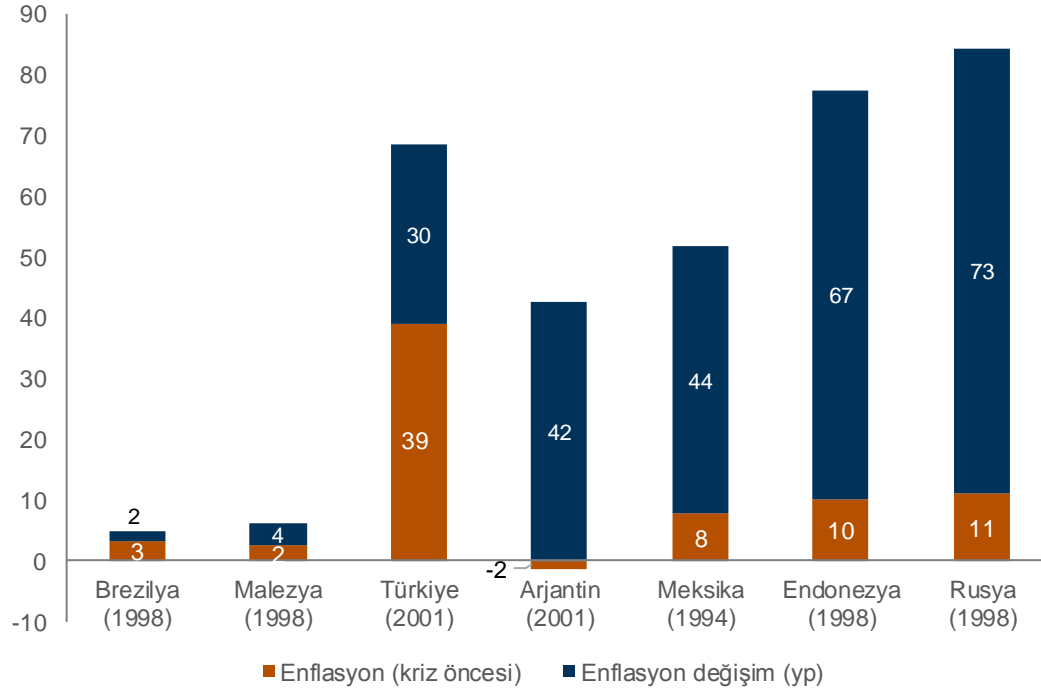
Büyüme (%)



Kaynak: Bloomberg, IMF

- Kur krizinin büyümeye etkisi hane halkı alım gücündeki azalma ve yatırımlardaki sert düşüş nedeniyle kısa vadede negatif oluyor.
- Orta vadede ise dış dengelenme sayesinde büyüme üzerinde olumlu bir etki görülüyor. Finansal istikrarın sağlanamaması durumunda uzun süreli durgunluk görülebiliyor.

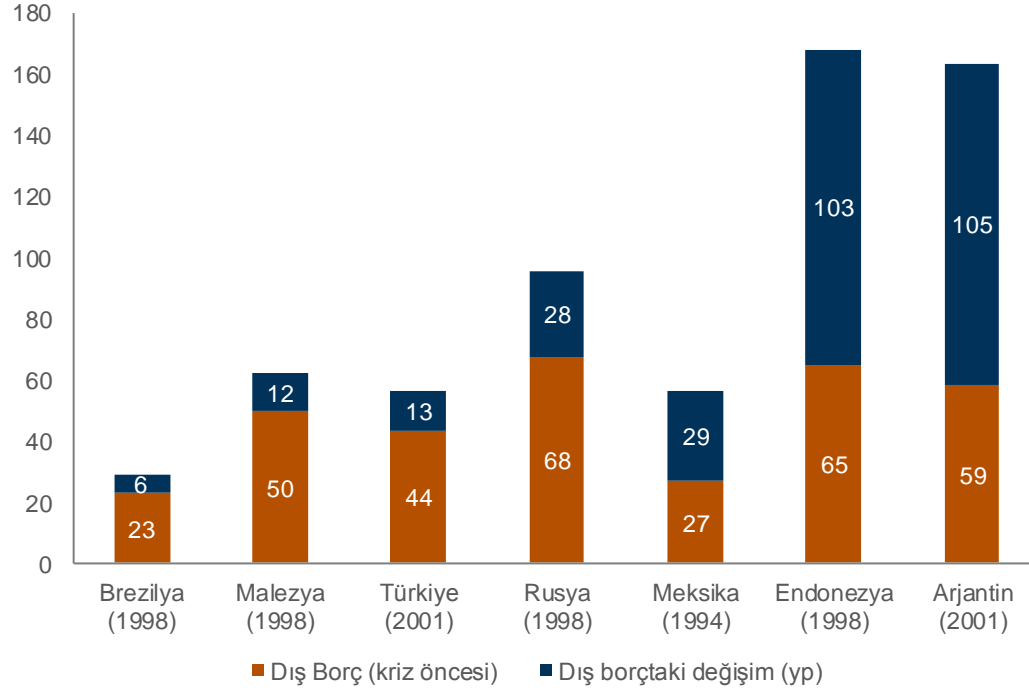
Enflasyon (%)



Kaynak: Bloomberg, IMF

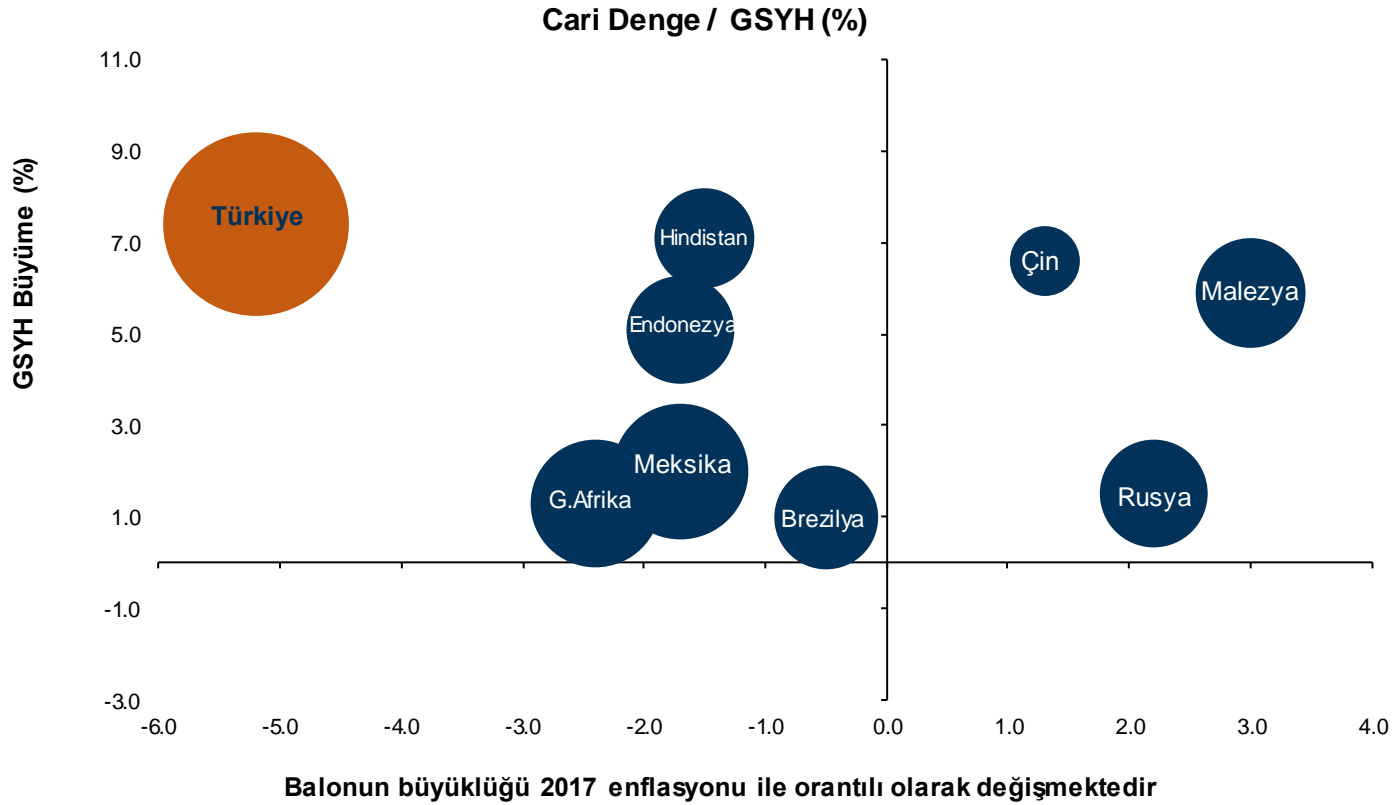
- Geçmiş GOÜ örnekleri kur şoku sonrasında enflasyonda sert yükseliş olduğunu gösteriyor.
- Şokun büyüklüğü kur krizi döneminde uygulanan para ve maliye politikalarına bağlı olarak değişiyor.
- Doğru politika seti uygulandığında enflasyondaki yükseliş geçici oluyor.
- Aksi takdirde devalüasyon enflasyon kısır döngüsüne girilebiliyor.

Dış Borç (Milli Gelire Oran, %)



Kaynak: Bloomberg, IMF

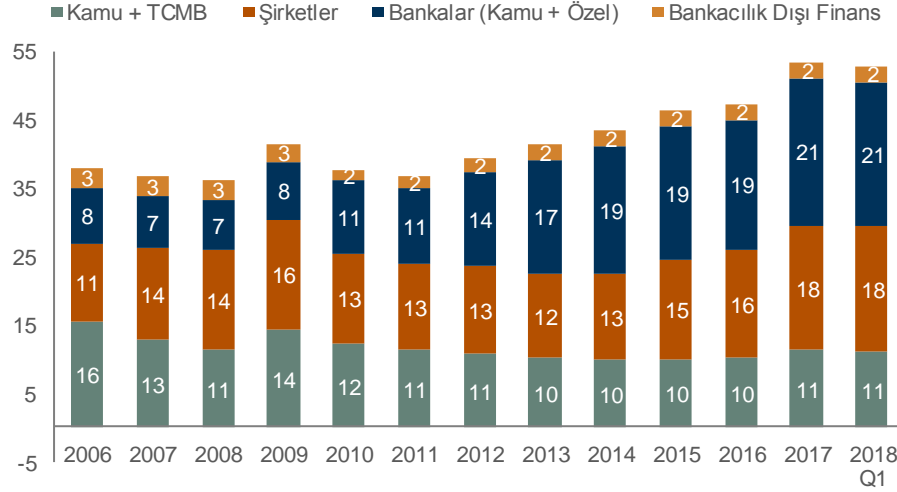
- Geçmiş GOÜ örnekleri kriz nedeniyle dış borç seviyesinde kayda değer bir artışın olduğunu gösteriyor. Bankacılık sektörü krizinin iyi yönetilememesi yüzünden Arjantin ve Endonezya örneklerinde dış borçtaki artış diğer ülkelerden daha sert oldu.



Kaynak: Bloomberg, IMF, TCMB, TÜİK

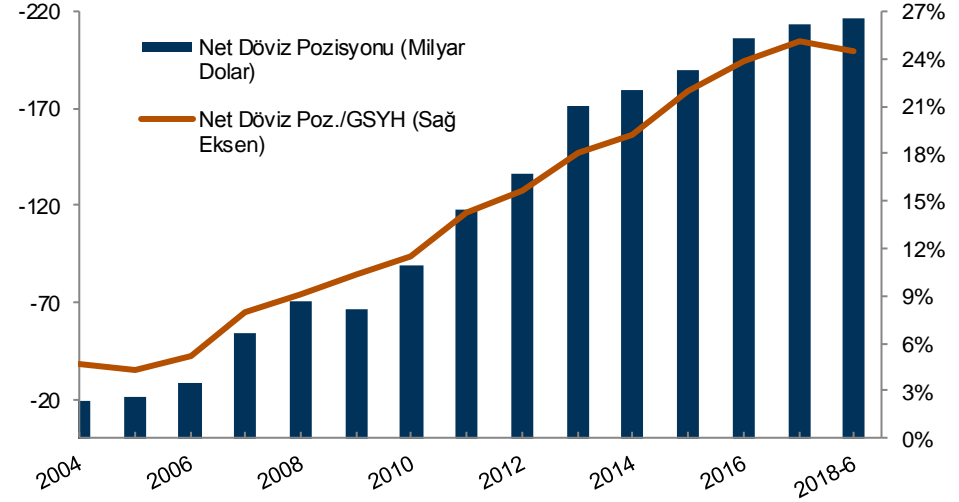
- Küresel koşullar dış kaynaklarla iç talebe dayalı büyüme modelinde dışa dönük bir dengelenmeyi zorunlu kılıyor.
- Önümüzdeki dönemde dış borçlanma kanallarındaki daralma dışa dönük dengelenmenin yumuşak inişle mi sert inişle mi olacağını belirleyecek.

Türkiye'nin Dış Borcu (milli gelire oran)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Reel Sektörün Döviz Pozisyonu



Kaynak: TCMB, TÜİK

- Küresel koşullar dış kaynaklarla iç talebe dayalı büyüme modelinde dışa dönük bir dengelenmeyi zorluyor.
- Küresel kriz sonrasında dış borcu %17 artan bankaların (kamu bankaları %32) önümüzdeki 12 ayda net borç ödeyici olması bekleniyor.
- Kur şokunun ve yüksek faizlerin yarattığı tahribat ve dış borçlanma kanallarının daralması ekonomik büyümede sert iniş ihtimalini artırıyor.

Sonbahardaki Borçlanmalar Daralmanın Boyutu Konusunda İpuucu Verecek 14

Dış Borç Ödeme Takvimi

(milyar dolar)	Tem 18	Ağu 18	Eyl 18	Eki 18	Kas 18	Ara 18	Oca 19	Şub 19	Mar 19	Nis 19	May 19	Haz 19	TOPLAM
Kredi Ödemeleri	9.3	6.1	7.8	10.1	4.4	7.8	3.3	3.2	4.0	6.8	8.9	5.8	77.5
Özel Bankalar	5.7	3.4	5.1	6.5	2.3	4.7	1.2	1.4	2.0	4.1	5.9	2.1	44.5
Banka Dışı Finansal Kuruluşlar	0.9	0.6	0.4	0.5	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	0.8	0.4	1.3	7.2
Şirketler	1.7	1.5	1.4	1.9	1.3	1.7	1.5	1.2	1.2	1.1	1.5	2.1	18.0
Kamu Bankaları	1.0	0.6	0.9	1.1	0.4	0.8	0.2	0.2	0.4	0.7	1.0	0.4	7.9
Mevduat (Döviz, TL Mev.ve Banka Mevduatı)													49.7
Özel Bankalar													29.7
Kamu Bankaları													20.1
Diğer													53.5
Şirketler - Ticari Kredi													46.9
Merkezi Hükümet Dış Borç Ödemeleri	0.1	0.1	0.2	1.3	0.2	0.2	0.1	0.1	1.6	1.5	0.2	0.2	6.0
TCMB													0.6
Faiz Ödemeleri	2.3	1.6	2.5	2.7	1.2	1.9	0.6	0.9	1.3	1.9	2.5	0.9	20.3
Merkezi Hükümet	0.2	0.4	0.6	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.6	0.4	0.4	0.2	4.2
Özel Sektör + Kamu Bankaları	2.1	1.2	1.8	2.4	0.8	1.7	0.4	0.5	0.7	1.5	2.1	0.8	16.1

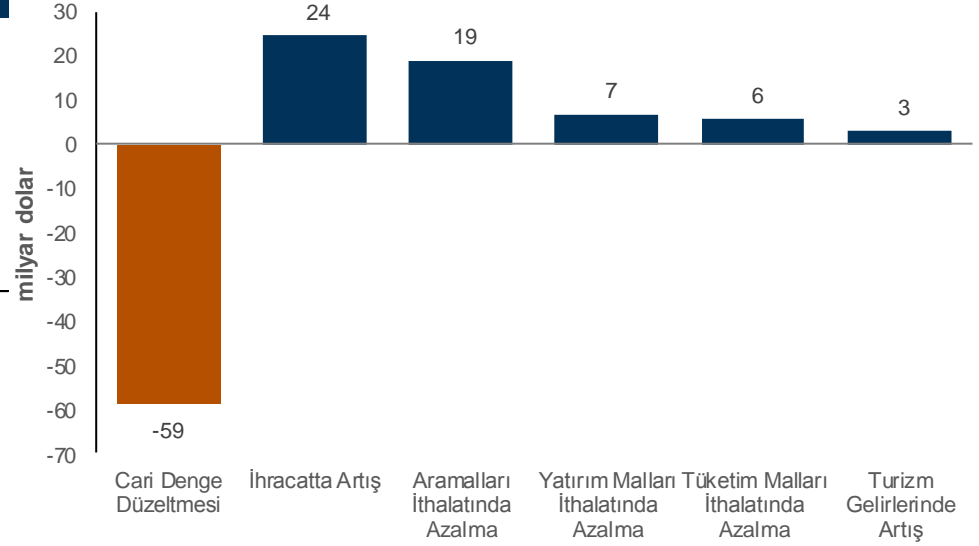
Kaynak: İş Yatırım, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı

- Dış borç ödeme takvimi 2018 son çeyreğinde ve 2019 yılının ikinci çeyreğinde banka borç servisinde bir yoğunlaşma gösteriyor.
- Geçmiş dönemlerin analizi risk iştahının azaldığı dönemlerde varlığa dayalı menkul kıymet ve tahvil ihracı imkanın ortadan kalktığını, sendikasyon ve ticari kredi piyasasının hafif daralarak devam ettiğini gösteriyor.
- Yaptığımız hesaplamalar, bankaların ve banka dışı şirket kesiminin Eylül 2018 - Haziran 2019 döneminde 60 milyar doların biraz üzerinde borç ödemesi olduğunu gösteriyor.
- Bu tutarın yaklaşık 30 milyar doları Eylül - Aralık döneminde gerçekleştirilecek. Eylül Ekim aylarındaki borç çevirme oranları dış borçlanma kanallarındaki daralmanın boyutu hakkında ilk ipuçlarını verecek.

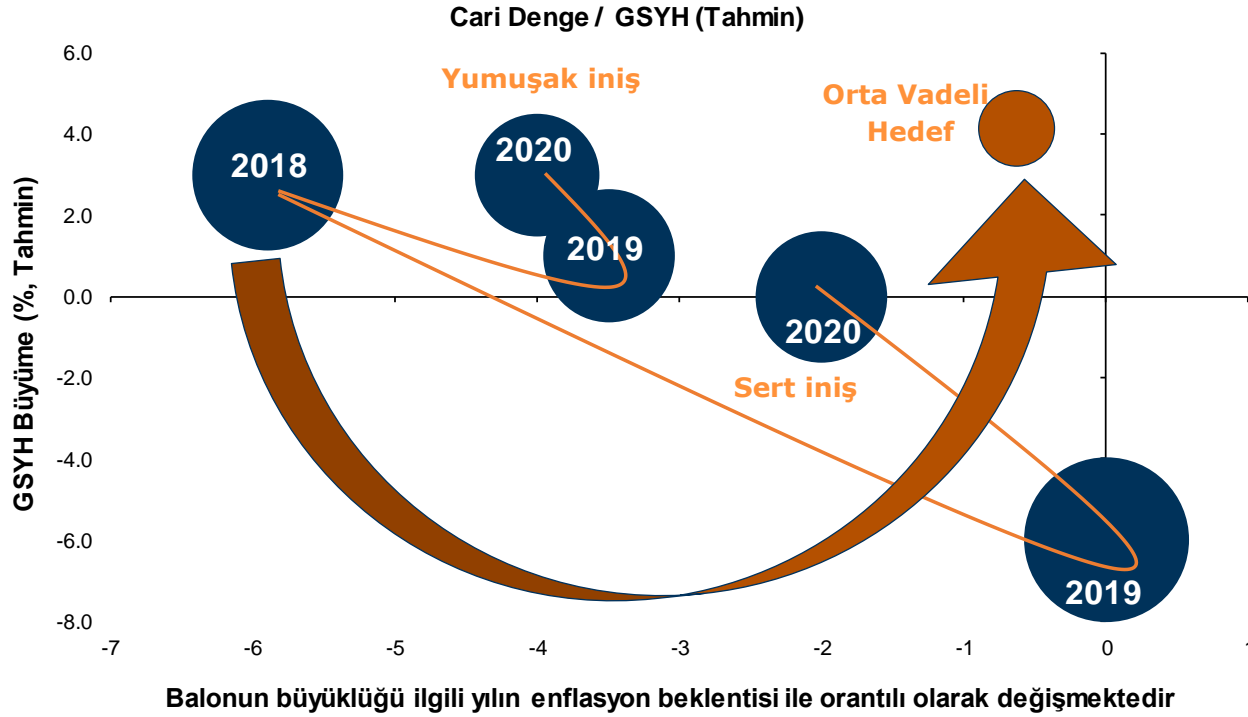
Dış Finansman İhtiyacı

milyar dolar	2018 Temmuz- 2019 Haziran	
	Yumuşak İniş	Sert İniş
Brüt Finansman İhtiyacı	210.5	177.5
Cari Açık	32.0	-1.0
Borç Ödemesi	81.7	81.7
Kamu	4.3	4.3
Şirketler	17.9	17.9
Bankalar ve Bankacılık Dışı Finansallar (Kamu + Özel)	59.5	59.5
Mevduat (Döviz, TL ve Banka Mevduatı)	49.7	49.7
Kısa Vadeli Ticari Kredi	47.1	47.1
Sermaye Girişi	180.1	147.9
Doğrudan Yatırım	12.0	7.0
Portföy Girişleri (net)	5.0	-12.0
Borçlanma	60.3	49.1
Kamu	4.3	8.6
Şirketler	14.3	10.7
Bankalar ve Bankacılık Dışı Finansallar (Kamu + Özel)	41.7	29.8
Mevduat (Döviz, TL ve Banka Mevduatı)	49.7	44.7
Kısa Vadeli Ticari Kredi	47.1	47.1
Net Hata Noksan	6.0	12.0
Finansman Açığı	30.4	29.6
Piyasa dışı kaynak (İkili anlaşmalar ve/veya IMF)	25.0	5.0
Uluslararası Rezervlerdeki Kayıp	5.4	24.6
Borç Çevirme Oranları Varsayımları (%)		
Merkezi Hükümet	100	200
Şirketler	80	60
Bankalar ve Bankacılık Dışı Finansallar (Kamu + Özel)	70	50
Mevduatlar	100	90
Ticari Krediler	100	100

Sert İniş Senaryosunda Cari Denge Düzeltmesi ve Kaynakları (Milyar dolar)



- Sermaye hareketlerindeki daralma ve cari dengedeki düzeltmeye göre önümüzdeki dönemde finansman açığı (rezerv kaybı) belirlenecek.
- Yaptığımız analiz güven yeniden tesis edilemezse ve IMF veya ikili anlaşmalar yoluyla 40-50 milyar dolar ek kaynak bulunmazsa, ekonominin daralması yoluyla cari dengede düzeltme yaşanması ihtimalinin daha yüksek olduğunu gösteriyor.
- Sert iniş senaryosunda rezerv kaybını 20 milyar dolar olarak hesaplıyoruz.



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, İş Yatırım

- Yaptığımız analiz güven yeniden tesis edilemezse ve IMF veya ikili anlaşmalar yoluyla 40-50 milyar dolar ek kaynak bulunmazsa, ekonominin daralması yoluyla cari dengede düzeltme yaşanması ihtimalinin daha yüksek olduğunu gösteriyor.

Makro Tahminler

17

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
GSYH büyüme, %	3.2	7.4	2.5	1.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
GSYH (milyar TL)	2,609	3,105	3,685	4,411	5,225	6,140	7,120	8,182	9,339	10,587	11,946	13,480	15,211
GSYH (milyar dolar)	863	851	727	631	669	713	746	782	824	870	913	958	1,010
Kişi Başına Gelir (GSYH, dolar)	10,883	10,597	8,879	7,609	7,975	8,399	8,688	8,996	9,381	9,788	10,164	10,561	11,029
TÜFE (yıl sonu), %	8.5	11.9	21.0	16.0	14.0	12.0	11.0	10.0	9.5	8.5	8.5	8.5	8.5
TÜFE (ortalama), %	7.8	11.1	15.8	18.5	15.0	13.0	11.5	10.5	9.8	9.0	8.5	8.5	8.5
Cari Açık (milyar dolar)	33	47	43	22	27	32	34	35	37	39	37	38	40
Cari Açık / GSYH (milyar dolar)	3.8	5.5	5.9	3.5	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.0	4.0	4.0
TL/Dolar (yıl sonu)	3.52	3.77	6.55	7.44	8.18	9.04	10.04	10.89	11.76	12.59	13.60	14.55	15.57
TL/Dolar (ortalama)	3.02	3.65	5.07	6.99	7.81	8.61	9.54	10.47	11.33	12.17	13.09	14.07	15.06
TL/Euro (yıl sonu)	3.71	4.52	7.66	8.55	9.41	10.40	11.24	12.20	13.17	14.10	14.96	16.00	17.12
TL/Euro (ortalama)	3.34	4.12	5.99	8.11	8.98	9.90	10.82	11.72	12.69	13.64	14.53	15.48	16.56
Sepet (yıl sonu)	3.61	4.14	7.11	7.99	8.79	9.72	10.64	11.55	12.47	13.34	14.28	15.27	16.34
Sepet (ortalama)	3.18	3.88	5.53	7.55	8.39	9.26	10.18	11.09	12.01	12.91	13.81	14.78	15.81
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.05	1.20	1.17	1.15	1.15	1.15	1.12	1.12	1.12	1.12	1.10	1.10	1.10
Avro/Dolar (ortalama)	1.11	1.13	1.18	1.16	1.15	1.15	1.14	1.12	1.12	1.12	1.11	1.10	1.10
Para Piyasası Faizi, %	8.3	12.0	24.0	19.3	17.0	16.0	15.0	14.5	12.0	12.0	10.0	9.0	9.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	11.4	11.7	21.0	18.0	17.0	16.0	16.0	15.0	14.0	13.0	12.0	12.0	12.0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	6.7	5.9	8.0	7.0	7.0	7.0	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Not													
Tüketim büyümesi, %	3.7	6.1	1.3	-1.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
İhracat Büyümesi	-1.9	12.0	4.4	7.0	6.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Nüfus	79.8	80.8	81.9	82.9	83.9	84.9	85.9	86.9	87.9	88.8	89.8	90.7	91.6

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.