



Türkiye 2015 Görünümü “Potansiyel Riskler ve Testler”

27.04.2015

Türkiye hem siyasi hem ekonomik anlamda zorlu bir yılı geride bıraktı, 2014 ilk çeyrekte %4,9 büyüme kaydeden ekonomi, ilk çeyrekteki faiz artırımının da etkisi ile hızla soğumaya geçti. 2.çeyrekte %2,3, 3. Çeyrekte %1,9, 4. çeyrek büyümesi %2,6 olmak üzere 2014 büyümesi %2,9 olarak gerçekleşti.

2015 Yılında Alan Menkul Değerler olarak, 1. Çeyrek Türkiye büyümesini %1,5 beklemekteyiz. Buradaki en temel etken ihracat tarafında kanalların daralması, iç tüketimde iştahın azalması ve geçtiğimiz sene gerçekleşen % 4,9 büyümenin baz etkisi yaratmasıdır. 2. ve 3. çeyrekte % 2,5, son çeyrekte ise % 3'e yükselmesini ve yıl genelini % 2,4 kapatmasını beklemekteyiz.

2015 ilk çeyreğinde kötü bir büyüme verisi fakat sonraki aylarda kademeli toparlama beklemekteyiz. İlk çeyrek beklentimizi destekleyen diğer etkenler ise güven endekslerinin ve sanayi üretimi kapasite kullanım oranının düşüş eğiliminde olmasıdır. Diğer çeyreklerdeki görünüm siyasi ve ekonomik risklere göre tekrar revize edilebilir. Mevcut durumda ani riskler oluşmaması halinde beklentimiz bu yöndedir.

A. Reel Sektör Borçlarının Yaratabileceği Riskler

Bankaların reel sektöre kullandığı krediler (bireysel krediler dahil), geçtiğimiz 10 sene içinde 14 kat yükseldi. Reel sektörün kredi borcu 2011 yılında 742 milyar TL iken, 2014 yılı sonunda 1 trilyon 403 milyar TL'ine yükseldi.

TCMB verilerine göre; reel sektörün net borcu 2014 yılında 1 trilyon 31 milyar TL 'dir (Bankalar tarafından kullanılan krediler -bireysel krediler).Bu borcun % 63,5'i döviz(655 milyar TL , 281,3 milyar USD), %36,5'i ise TL (377 milyar TL)'dir. Şirketlerin TCMB verilerine göre 31.12.2014 tarihi itibarıyla net döviz varlıkları 184 milyar TL (79 milyar USD)'dir.

TCMB'nın açıklamış olduğu, 9.115 şirketin bilançoları emsal alınarak tüm şirketlerin varlıklarını tahmin ettik. 9115 Firmanın Hazır Değerler+Menkul Kıy. kalemlerinin toplamının, Kısa Vadeli ve Uzun vadeli borçlarının toplamına oranı 2011-2012-2013 yılında ortalama % 38,8'dir. Aynı hesaplama eğer şirketlerin 2014 yılı sonunda **1 trilyon 31 milyar TL borcu varsa, % 38,8 oranla 400,8 milyar TL varlığı olduğunu tahmin ettik.** Yine Merkez Bankasının şirketlerin döviz borçlarına dair açıklamalarında 183 milyar TL (79 milyar USD-31.12.2014 kuru ile) döviz varlığı olduğu rapor edilmişti, tahmini varlıktan döviz varlığı çıkartıldığında “TL” olarak 217 milyar varlığı olduğunu bulduk.



Yine Merkez Bankasının sektör bilançoları değerlendirme raporuna göre Kredilerin 2011 yılında 156.592 milyon TL, 2012 yılında 178.955 milyon TL ve 2013 yılında 234.315 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. Çalışmaya katılan firmaların 2013 yılında kullandıkları kredilerin Türkiye genelinde kullanılan krediler içindeki **payı ise % 29,7 olmuştur** (MB S.23). Kısa vadeli Kredilerin toplam kredilere oranı 2011,2012,2013 MB verilerinin ortalaması alınarak % 35,5, uzun vadeli kredilerin toplam kredilere oranı % 64,5 bulunmuştur. Çalışmalarımızda reel sektör varlık hesabı için merkez bankasının sektör bilançolarından ve finansal kesim dışındaki firmaların döviz varlık ve borcu tablosundan faydalanılmıştır. **Reel sektör döviz-TL borç kalemleri oranı, bizim çalışmamızla uyumluyken, aşağıda da değindiğimiz üzere döviz borçlarının vadesinin (kısa-uzun), TCMB'nin açıklamış olduğu Finans kesimi dışındaki firmalarında döviz borçları tablosundan ayrıştığını tespit ettik.**

Tablo 3.4.1 Kullanılan TL-YP Nakdi Krediler (2011-2013)

Sektör Payları (%)	TL -YP Kredi Payları						Yüzde Artış				
	2011		2012		2013		2012	2013	2012	2013	
	TL%	YP%	TL%	YP%	TL%	YP%	TL % artış	YP % artış			
A-Tarım ve Balıkçılık	0,8	73,3	26,7	79,4	20,6	70,3	29,7	30,3	9,7	-7,1	79,3
B-Madencilik	1,4	27,6	72,4	30,0	70,0	29,6	70,4	14,4	63,0	1,5	66,1
C-İmalat	50,4	30,2	69,8	33,2	66,8	32,6	67,4	23,4	27,1	7,3	30,4
D-Enerji	9,6	8,1	91,9	11,2	88,8	10,2	89,8	73,7	23,3	21,5	37,9
E-Su Temini	0,2	75,3	24,7	89,0	31,0	65,8	34,2	10,1	-2,6	50,6	12,7
F-İnşaat	8,0	39,0	61,0	43,6	56,4	43,5	56,5	37,7	29,5	13,6	29,9
G-Ticaret	14,4	63,1	36,9	68,7	31,3	68,5	31,5	36,2	29,3	6,3	30,3
H-Ulaştırma	3,3	27,8	72,2	27,5	72,5	28,3	71,7	20,1	26,0	22,0	20,7
I-Konaklama	3,4	24,1	75,9	21,3	78,7	18,2	81,8	-10,3	25,6	5,3	52,9
J-Bilgi ve İletişim	0,7	13,5	86,5	45,8	54,2	72,6	27,4	92,1	67,7	-64,7	-46,4
K-Holdingler	3,5	9,2	90,8	8,2	91,8	8,6	91,4	4,7	51,9	18,6	43,5
L-Gayrimenkul Faal.	1,3	6,6	93,4	16,5	83,5	27,8	72,2	113,8	73,8	-24,3	-10,4
M-Mesleki, Bil. ve Teknik	0,5	17,4	82,6	76,4	23,6	77,5	22,5	18,7	16,3	-92,3	9,0
N-İdari ve Dest. Hizm.	1,3	45,4	54,6	47,6	52,4	44,4	55,6	16,5	25,9	6,8	42,9
P-Eğitim	0,1	89,0	11,0	93,7	6,3	77,6	22,4	18,7	20,2	-36,1	420,8
Q-Sağlık	1,1	38,7	61,3	48,8	51,2	39,9	60,1	37,0	11,2	-9,3	59,3
R-Kültür, Sanat vd.	0,0	47,0	53,0	77,8	22,2	81,6	18,4	86,9	34,9	-52,7	6,9
S-Diğer	0,2	51,0	49,0	22,9	77,1	27,4	72,6	25,3	68,6	338,8	32,5
Toplam	100	32,4	67,6	36,5	63,5	35,8	64,2	28,7	28,2	7,4	32,5

(1) 2011-2013 yılları tüm firmaların kullandığı toplam nakdi kredilerin sektör paylarının ortalaması

Kaynak : TCMB Sektör Bilançoları Değerlendirme raporu

Yukarıdaki tabloda da görüleceği üzere yabancı para borç/toplam borç oranının, toplam sektör (bizim hesaplarımıza göre %63,5, TCMB Sektör raporları değerlendirme raporuna göre %64,2) üzerinde olan **madencilik, imalat, enerji, ulaştırma, konaklama, holdingler, gayrimenkul faaliyetleri** gibi sektörler dikkat çekmektedir.



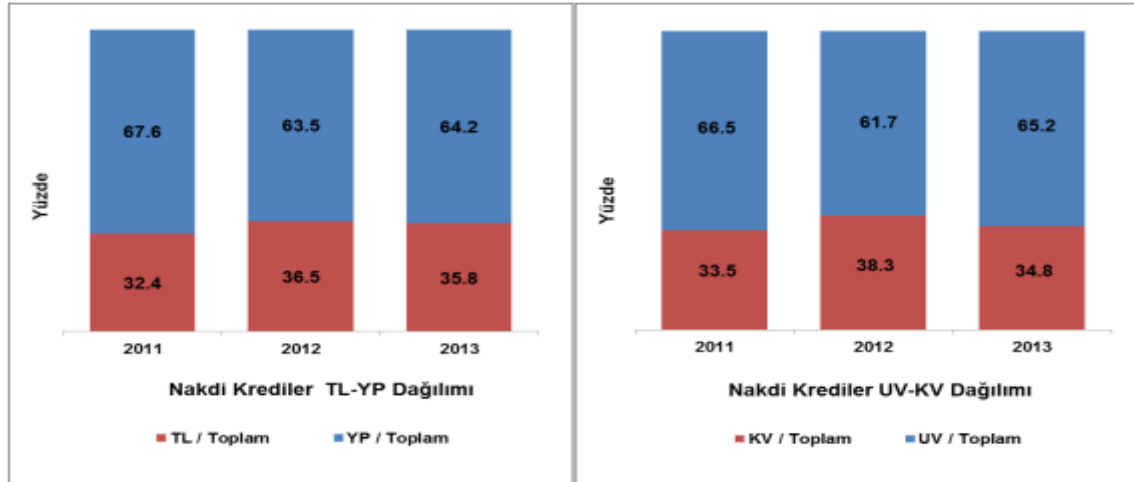
Tablo 3.4.2 Kullanılan Nakdi Kredilerin Vade Yapısı (2011-2013)

Sektörler	Firma Sayısı	2011				2012				2013			
		TL (%)		YP (%)		TL (%)		YP (%)		TL (%)		YP (%)	
		Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli
A-Tarım ve Balıkçılık	226	30,5	69,5	18,1	81,9	36,0	64,0	31,8	68,2	38,3	61,7	27,5	72,5
B-Madencilik	144	55,9	44,1	46,6	53,4	59,9	40,1	41,7	58,3	44,9	55,1	27,3	72,7
C-İmalat	3.506	60,8	39,2	30,2	69,8	64,5	35,5	33,6	66,4	57,9	42,1	31,8	68,2
D-Enerji	257	51,9	48,1	3,5	96,5	46,7	53,3	7,4	92,6	51,7	48,3	2,5	97,5
E-Su Temini	44	56,9	43,1	0,6	99,4	76,0	24,0	4,4	95,6	66,6	33,4	5,3	94,7
F-İnşaat	962	48,2	51,8	10,4	89,6	51,6	48,4	12,2	87,8	49,0	51,0	8,3	91,7
G-Ticaret	2.341	60,4	39,6	29,9	70,1	68,8	31,2	36,0	64,0	66,8	33,2	37,2	62,8
H-Ulaştırma	346	35,9	64,1	10,8	89,2	42,9	57,1	7,5	92,5	45,6	54,4	6,4	93,6
I-Konaklama	422	57,1	42,9	7,4	92,6	38,2	61,8	8,6	91,4	34,8	65,2	11,3	88,7
J-Bilgi ve İletişim	88	45,6	54,4	4,2	95,8	73,0	27,0	14,1	85,9	77,4	22,6	21,3	78,7
K-Holdingler	59	82,9	17,1	9,4	90,6	88,3	11,7	23,0	77,0	56,5	43,5	8,1	91,9
L-Gayrimenkul Faal.	82	48,7	51,3	34,9	65,1	60,9	39,1	3,9	96,1	47,0	53,0	1,8	98,2
M-Mesleki, Bil. ve Teknik	83	35,2	64,8	1,3	98,7	40,3	59,7	7,9	92,1	36,6	63,4	20,7	79,3
N-İdari ve Dest. Hizm.	231	29,9	70,1	15,2	84,8	31,0	69,0	12,4	87,6	34,2	65,8	14,0	86,0
P-Eğitim	73	32,9	67,1	1,1	98,9	33,5	66,5	1,4	98,6	34,5	65,5	3,8	96,2
Q-Sağlık	190	30,7	69,3	1,8	98,2	37,3	62,7	1,3	98,7	36,0	64,0	0,9	99,1
R-Kültür, Sanat vd.	22	37,5	62,5	0,6	99,4	46,5	53,5	0,3	99,7	43,7	56,3	6,1	93,9
S-Diğer	34	31,8	68,2	43,8	56,2	38,4	61,6	10,1	89,9	40,7	59,3	10,6	89,4
Toplam	9.110	56,8	43,2	22,3	77,7	61,4	38,6	25,0	75,0	57,4	42,6	22,2	77,8

Kaynak : TCMB Sektör Bilançoları Değerlendirme raporu

Yukarıdaki tabloda 2013 döviz borçların %22,2'i kısa vadeliyken, % 77,8'i uzun vadeli. Bizim çalışmamızda 2014 Aralık sonuna ait merkez bankasının finansal kesim dışındaki firmaların döviz varlık ve yükümlülükleri kullanılmış, 2014 Kısa-uzun borç vade oranının sırasıyla %32,6'a, %67,4, yine 2013 yılında da %35,4 ve %64,6 olduğu görülmektedir.

Grafik 3.4.1 Nakdi Kredilerin Gelişimi (Tüm Sektörler, 2011 – 2013)



Kaynak : TCMB Sektör Bilançoları Değerlendirme raporu

Reel Sektör Borçları, Kur hareketleri ve Stres testi :

2011 yılında Amerikan doları Türk Lirası karşısında % 22,85 değer kazanırken,2012 yılında % 6 değer kaybetti, 2013 ve 2014 yılında sırasıyla % 19ve % 9 değer kazandı.

2011 yılında Türk şirketlerinin net döviz borcu (yurtdışı doğrudan yatırımlar hariç) 123 milyar USD, 2012 yılında 152 milyar USD , 2013 de ise 189 milyar USD, 2014 yılı sonunda ise 202 milyar USD'dir. Mali sistemimizin test edildiği 2008 yılında 82 milyar USD net döviz borcu bulunmaktaydı.

Diğer önemli bir husus ise Türk şirketlerinin bu kur hareketlerinden risk yönetimi (hedge) sistemini kullanmamasından dolayı kaybı çok büyüktür. Hem şirketlerin borçlarının geçtiğimiz dönemlerde hızla artış göstermesi, hem de sanılanın aksine Türk şirketlerinin toplam borcunun %63,5'inindöviz borcu olması sebebiyle Ekonomi üzerinde stres yaratabileceğini tespit ettik. Diğer yandan ekonomik büyüme şirketlerin borçluluk ve döviz açığı açısından önemle değerlendirilmelidir. Genişleme döneminde stres yaratmayan borç ve döviz açığı durumu ekonomik daralma dönemlerinde şirketler ve bankalar üzerinde ciddi risk yaratabilir.

Türkiye Reel Sektör Borç ve Kur Riski Testi:

1. Merkez Bankasının açıklamış olduğu reel sektör bilanço ve gelir tablolarından yararlanarak (2011-2012-2013) ortalama rasyolar çıkartıldı.

	2011	2012	2013	Ortalama
KV Borç/Toplam Borç	33.5%	38.3%	34.8%	35.5%
UV Borç/Toplam Borç	66.5%	61.7%	65.2%	64.5%

Kaynak: TCMB & Alan

	2011	2012	2013	Ortalama
Hazır Değer +Menk. Ky/ Toplam Borç %	40.2%	40.1%	36.3%	38.8%
Hazır Değer+Menk.Ky /KV Borç %	98.1%	93.4%	88.1%	93.2%

Kaynak: TCMB & Alan

(m TL)	2011	2012	2013	2014
*Özel Sektör Net Borç	563,831	640,658	875,111	1,031,601
Kısa Vadeli Borç	188,883	245,372	304,539	358,997
Uzun Vadeli Borç	374,948	395,286	570,572	672,604
Varlık (Hazır Değerler+ Menk Ky)	226,435	256,812	317,663	374,468
KV Borç Ödendikten Sonra Kalan Varlık	37,551	11,440	13,124	15,471
Uzun Vadeli borç açığı	-337,396	-383,846	-557,448	-657,133

* TCMB Bankalarca kullanılan Kredilerin Sektörel Dağılımı tablosu (Bireysel Krediler ve Kredi Kartları hariç)

Kaynak: Alan Menkul +TCMB



2. Aşağıda “TCMB Ortalama Rasyoları ile yapılan çalışmada” Risk Merkezinin açıkladığı raporlardan faydalanarak 2014 sonu tahmini bir reel sektör borcu çıkardık: 1.031.601 Milyon TL. Döviz kompozisyonu Merkez bankasının açıklamış olduğu kompozisyonudur. Kısa Vadeli TL Ve Uzun vadeli TL borçları tahmin etmek için sırasıyla %35,5; %64,5 kullanılmıştır.
3. Aşağıda önceki tabloda bulunan 2011-2012-2013 yıllarının(Hazır Değer +Menk. Kıy)/ (Toplam Borç)rasyosunun ortalaması olan %38,8 oranı kullanılmıştır. Bu oran ile reel sektör 2014 tahmini varlıklar hesaplanmıştır.

Sonuç: Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere;2014 yılı itibariyle reel sektörün kısa vadeli borçlarını ödedikten sonra **34.199 milyon TL**, uzun vadeli borçlarını ödeyebilecek varlığı kalmaktadır. Bu rakam yukarıda saydığımız ortalama üç yılın sektör ortalama rasyolarına göre hesaplandı. Fakat en son açıklanan 2013 rasyolarına göre hesaplandığında (Yukarıdaki tabloda varlık için %36,3; KVborç /Toplam borç oranı %34,8, UVborç/toplam borç oranı %65,2) **sadece 15.471 milyon TL kısa vadeli borçlarını ödedikten sonra varlığı bulunmaktadır.** Bunun yanında USDTRY’de % 10 artış 47 milyar TL net kur farkı zararına neden olmaktadır.

1. TCMB Ortalama Rasyolar ile yapılan çalışma

31.12.2014 USDTRY 2.3269

Milyon TL	Toplam	Kısa Vadeli (TL)			Uzun Vadeli (TL)			Döviz Yapısı		Döviz Borcu (Varlık) / Toplam Borcu (Varlık)	USD Borcun Vadesine Göre USD (TCMB)		
		TL	USD	Toplam	TL	USD	Toplam	TL Borç	USD Borç (TL Karşılığı)		Toplam USD Borç	Uzun Vadeli Borç USD	Kısa Vadeli Borç USD
Reel Sektör Borcu TL	1,031,601	153,081	213,481	366,562	223,798	441,241	665,039	376,879	654,722	63.47%	281,371	189,626	91,745
Reel Sektör Tahmini Varlıklar TL	400,761	216,971	183,790	400,761				216,971	183,790	45.86%	78,985	0	78,985
Reel sektör Açığı 2014	-630,840	63,890	-29,691	34,199				-159,908	-470,932	74.65%	-202,386	-189,626	-12,760

USDTRY’de %10 artış ile Borçlar MilyonTL -518,025

Kur Farkı Zararı Milyon TL -47,093

Kaynak: Alan Menkul Değerler A.Ş.



4. Aşağıdaki tabloda Kısa Vadeli TL Ve Uzun vadeli TL borçları tahmin etmek için 2013 rakamları ile sırasıyla % 34,8; %65,2 kullanılmıştır. Önceki tablo'da ki Reel Sektör toplam borcu baz alınmış, TL Kısa-Uzun vade borç kalemleri için sadece "ortalama oran yerine" 2013 oranı kullanılmıştır. Aşağıda tabloda USDTRY paritesinin 2,90 alınmış ve stres ölçülmüştür.

Sonuç: USDTRY paritesinin 2,90 seviyesine çıkması halinde reel sektörün kısa vadeli borçlarını ödedikten sonra **sadece 8,16 milyar TL** varlığı kalmaktadır. Aynı yöntem kullanılarak USDTRY paritesi 3,5393 seviyesine yani 2,7'den % 31 yükselmesi halinde başabaş noktasına ulaşılmaktadır. **Şirketlerin hepsinin varlık yapısı farklı olması nedeniyle bu seviyeye gelmeden çok önce kur hareketinin şirketlerde sorun olması beklenebilir.**

2. 2013 TCMB Rasyoları ile ve tahmini kur ile yapılan çalışma

Tahmini USDTRY 2.9000

Milyon TL	Toplam	Kısa Vadeli (TL)			Uzun Vadeli (TL)			Döviz Yapısı		Döviz Borcu (Varlık)/ Toplam Borcu (Varlık)	USD Borcun Vadesine Göre USD (TCMB)		
		TL	USD	Toplam	TL	USD	Toplam	TL Borç	USD Borç (TL Karşılığı)		Toplam USD Borç	Uzun Vadeli Borç USD	Kısa Vadeli Borç USD
		Reel Sektör Borcu TL	1,192,855	145,516	266,061	411,576	231,363	549,915	781,279	376,879	815,976	68.41%	281,371
Reel Sektör Tahmini Varlıklar TL	419,734	190,678	229,057	419,734				190,678	229,057	54.57%	78,985	0	78,985
Reel sektör Açığı 2014	-773,121	45,162	-37,004	8,158				-186,201	-586,919	75.92%	-202,386	-189,626	-12,760

Kur farkı zararı milyon TL -115,987

Kaynak: Alan Menkul Değerler A.Ş.

Not: Toplam USD varlığı olan 98.128'den 19.143 (Doğrudan Yatırım) çıkarıldı, 78.985 bulundu.

USDTRY 3,54'e ulaştığında tahmini olarak Likit Varlıklar Kısa Vadeli Borçları Ödemeye yetmeyecek...

3. 2013 TCMB Rasyoları ile ve tahmini kur ile yapılan çalışma

Tahmini USDTRY 3.5393

Milyon TL	Toplam	Kısa Vadeli (TL)			Uzun Vadeli (TL)			Döviz Yapısı		Döviz Borcu (Varlık)/ Toplam Borcu (Varlık)	USD Borcun Vadesine Göre USD (TCMB)		
		TL	USD	Toplam	TL	USD	Toplam	TL Borç	USD Borç (TL Karşılığı)		Toplam USD Borç	Uzun Vadeli Borç USD	Kısa Vadeli Borç USD
		Reel Sektör Borcu TL	1,372,738	145,516	324,714	470,230	231,363	671,145	902,508	376,879	995,859	72.55%	281,371
Reel Sektör Tahmini Varlıklar TL	470,230	190,678	279,552	470,230				190,678	279,552	59.45%	78,985	0	78,985
Reel sektör Açığı 2014	-902,508	45,162	-45,162	0				-186,201	-716,307	79.37%	-202,386	-189,626	-12,760

Kur farkı zararı milyon TL -245,375

Kaynak: Alan Menkul Değerler A.Ş.

Not: Toplam USD varlığı olan 98.128'den 19.143 (Doğrudan Yatırım) çıkarıldı, 78.985 bulundu.



B. TCMB Rezervleri :

ROM Döviz : 31,1 milyar USD

YP ZK için Döviz : 36,4 milyar USD

Altın rezervleri : 19,5 milyar USD

Toplam : 87 Milyar USD

Merkez Bankasının toplam rezervi 121 milyar 571 milyon USD'dir. TCMB'nın toplam rezervlerinden altın ve bankaların merkez bankasında tuttuğu karşılıklar çıkarıldığında, merkez bankasının kendi parası **34 milyar 571 milyon USD'dir.**

2001 krizi sonrasında bankalar ciddi anlamda yapılanmaya gitmiş ve bankaların sermayeleri kuvvetlendirilmişti. Türk bankaları için 2008 krizi gerçek anlamda stres testiydi ve bu testi başarıyla geçti. Son bankacılık verilerine göre bankaların temelleri sağlam olmak ile birlikte %15,7 iyi bir sermaye yeterlilik oranına sahiptir. Bankaların en son verilere göre aktif büyüklüğü 2 trilyon, 73 milyon TL'dir.

Bankalar tarafında stres yaratabilecek şu aşamada sadece blackswan olarak gördüğümüz şirketlerin borçları durumudur. Büyümenin hızla yavaşlaması ve kurların hızla yükselmesi halinde reel sektöre verilen krediler sorun yaratabilir.

Cari Açık

Cari açık 2003 yılından bu yana hızlanmış 2011 yılında 75 milyar USD ile zirve yaptıktan sonra son 3 yılda ortalama 53 milyar USD olmuştur. Geçtiğimiz dönemlerde derecelendirme kuruluşları hep Türkiye'nin cari açık ve finansmanı konusuna dikkat çekmişti. 2014 yılında ise petrol fiyatları haziran ayında İşid ve Rusya gelişmeleri ile 115 USD gördükten sonra, aşağı yönlü sert hareketlere başlamış Eylül ayında 97 USD'yi kırdıktan sonra tam tabirle çökmüştür. Petrol fiyatlarındaki düşüş en büyük ithal kaleminiz olan enerji kaleminde Eylül ayında bariz bir şekilde kendini göstermeye başlamıştır.

İthalat 2015 Ocak-Şubat aylarında 2014 aynı dönemine göre % 10,6 gerilerken, ihracat ise % 3,4 gerilemiştir. İhracatta asıl dikkat çekilmesi gereken nokta ise altın hariç ihracatın % 12 düşmesidir. Bu düşüşteki temel etken Euro bölgesi ve çevre ülkelere olan ihracatımızın ekonomik ve siyasi gelişmelerdir. Petrol fiyatları ithalat tarafına olumlu yansırken, özellikle son dönemde bölge ülkelere ve Euro bölgesine olan ihracatımızın gerileme göstermesi ise olumsuzdur.

İhracattaki düşüşteki temel etkenler:

a) Petrol fiyatlarının düşmesi geçtiğimiz senelerde en büyük 4. Ticaret ortağımız olan Rusya'nın krize girmesine, yine Rusya ile sıkı ilişkisi olan BDT ülkelerinin bundan negatif etkilenmesine neden olmuştur.

b) İşid olayları nedeniyle Irak ve Suriye ye olan ticaretimizin darbe alması.

c) Euro bölgesi ekonomisi 2014 yılının ilk çeyreğinde toparlanma göstermiş fakat yılın 2. Çeyreğinden başlamak üzere Ukrayna-Rusya gerilimi ve yapısal sorunların giderilememesi nedeniyle tekrar aşağı yönlü trend sergilemiştir.

2015 Yılı cari açık için piyasa beklentileri 35 milyar USD civarında şekillenirken, ithalat ve ihracat dengesinin bozulması beklentimiz nedeniyle beklentimiz 43 milyar USD'dir.

C. Enflasyon

Türkiye 2014 yılı enflasyonu% 8,17 olarak gerçekleşti. Merkez Bankası tarafında her ne kadar olumlu bir beklenti oluşsa da özellikle gıda enflasyonunun bir türlü istenilen gerilemeyi sağlayamamış olması, diğer yandan TL'nin USD karşısında değer kaybetmesi düşüşe engeldir.2015 Enflasyon beklentimiz: üst sınır %8,20, alt sınır %7, **orta nokta ise %7,6 olarak belirledik.** Yine çekirdek enflasyonun %6,60 olmasını beklemekteyiz.

D. İşsizlik

Türkiye 2014 yılını % 10,90 işsizlik ile geride bıraktı. 2015 ilk çeyrekte işsizliğin artmasını beklemekteyiz, yıl içinde % 11,5 ile zirve yaptıktan sonra **yıl sonunda % 10,6** ile geride bırakmasını beklemekteyiz. Büyüme önemle takip edilmelidir.

E. Büyüme

Büyümenin 2015 ilk çeyrekte, çevre ülkelerde krizin baş göstermesi ile ihracat kanallarımızın daralması, iç tüketimin yavaşlaması ve 2014 baz etkisi nedeniyle düşük, sonraki çeyrekler toparlanma beklemekteyiz.

2015 1.Ç büyümesini %1,5

2.Ç büyümesini %2,5

3.Ç büyümesini % 2,5

4.Ç büyümesini % 3 ve cari yılı % 2,4 büyüme ile kapatmasını beklemekteyiz.

F. Büyümenin Yavaşlaması Türkiye İçin Büyük Risk

Aşağıdaki tabloda TCMB sektör raporları ve Gelir İdaresi Başkanlığının açıkladığı rakamlardan faydalanılarak reel sektörün net kar/zarar rakamları tahmin etmeye çalıştık.

1. Hesaplama TCMB sektör rasyolarını kullanarak yıllık reel sektör tahmini kar rakamlarını bulduk.
2. Hesaplama Gelir İdaresi başkanlığının tablolarını kullanarak (Bankaların vergi öncesi karı iki farklı yöntemle tespit edildi ve düşüldü) reel sektör net kar/zarar rakamına ulaşmaya çalıştık.

Sonuç : Aşağıdaki tabloda da gözüktüğü üzere kurlarda yükselişin olduğu dönemlerde net reel sektör karı azalırken, hafif yükseldiği dönemlerde veya düştüğünde ise net dönem karı artmaktadır. 2011 yılında sabit fiyatlarla yüksek bir büyüme sağlanırken %8,9, USDTRY paritesi %22,85 değer kazanmıştır. 2012 yılında %2,3 büyüme sağlanırken, USDTRY paritesi %6 değer kaybetti. 2013 Yılında %4,1 büyürken, USDTRY paritesi %19,5 değer kazandı. 2014 yılında %2,9 büyürken , USDTRY paritesi %9 değer kazandı.

Yaptığımız çalışmalarda ve testlerde;2015 yılı için Türkiye'nin büyümesinde sorun çıkması ve kurlarda sert hareketlerin olması halinde ciddi risk oluşmaktadır. **Bu açıdan Türkiye'nin büyümeye devam etmesi mutlaka sağlanmakla birlikte kurlarda sert hareketlerin önüne geçilmelidir.**

Türkiye Cari Fiyatlarla GSYH mın TL

	2011	2012	2013	2014 T	2015 T
GSYH	1,297,712	1,416,797	1,565,179	1,743,260	1,895,014
TCMB Tüm Firmalar Brüt Satışları (Reel Sektör)	851,161	961,807	1,057,559	1,167,984	1,269,659
TCMB Firma Brüt Satışları /GSYH	65.6%	67.9%	67.6%	67.0%	67.0%

1. TCMB Sektör Rasyoları Kullanılarak Tahmini Net Kar

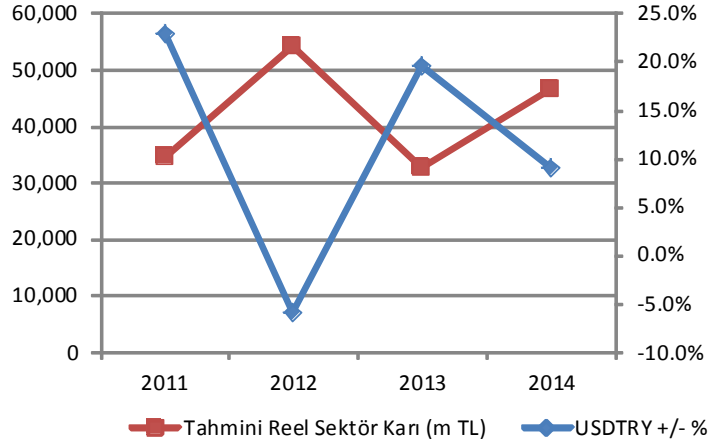
	2011	2012	2013	2014	2015
Net Kar Marjı	2.2%	3.9%	2.7%	2.7%	2.0%
Türkiye Tahmini Net kar (GSYH X Net Kar Marjı)	27,934	54,751	41,827	47,068	37,900

2. Gelir İdaresi Verileri Göre Tahmini Net Kar

	2011	2012	2013	2014	2015
Reel Sektör Tahmini Vergi Öncesi Kar	118,628	115,201	129,252	135,159	157,682
Tahmini Vergi (Reel Sektör)	25,023	23,182	24,658	27,032	30,320
Reel Sektör Tahmini Zararı	52,617	38,897	81,511	61,897	102,331
Türkiye Tahmini Net Kar	40,988	53,121	23,083	46,230	25,031

Ortalama Tahmini Türkiye Net Kar	34,461	53,936	32,455	46,649	31,466
---	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Kaynak : Alan Menkul Değerler A.Ş



Kaynak: Alan Menkul Değerler A.Ş.

	2011	2012	2013	2014
USDTRY +/- %	22.8%	-5.9%	19.5%	9.0%
Tahmini Reel Sektör Karı (m TL)	34,461	53,936	32,455	46,649

G. Kamu Borcu ve Özel Sektör Borcu

Aşağıda da net bir şekilde görüldüğü üzere kamu borcu/GSYH hasıla oranımız oldukça olumlu iken, bankacılık sektörü tarafından kullanılan krediler ve kamu borcu toplamının GSYH oranı 2004 yılından buyana ciddi artış göstermektedir. 2004 yılında yani 2001 krizi sonrasında bu oran % 77, 2008 de % 83 seviyesindedir. Borçlar 2013 ve 2014 yılında ise GSYH'nın da üzerine çıkmıştır. Büyümenin sürdürülmesi burada anahtar kelimeyken borçların vadesi ve kurlardaki hareket de önemlidir.

Kamu Borcu Milyon TL	2011	2012	2013	2014
Genel Yönetim İç Borç Stoku	377,870	396,841	416,399	429,339
Genel Yönetim Dış Borç Stoku	156,761	152,380	190,646	204,618
Genel Yönetim Toplam Borç Stoku	534,631	549,221	607,045	633,957
AB Tanımlı Borç Stoku	507,966	512,261	566,387	585,977
AB Tanımlı Borç Stoku /GSYH %	39.1	36.2	36.1	33.5
Özel Sektör Borcu Milyon TL*Bireysel Dahil	742,864	853,359	1,212,095	1,402,981
Toplam Kamu+ Özel Sektör Borcu	1,277,495	1,402,580	1,819,140	2,036,938
Toplam Borç/GSYH	98.4%	99.0%	116.2%	116.8%

	2004	2008
GSYH	559,130	950,532
Kamu Borcu	333,200	391,800
Özel sektör Borcu	97,794	400,000
Toplam Kamu+ Özel Sektör Borcu	430,994	791,800
Toplam Borç/GSYH	77%	83%

Kaynak: TCMB, Hazine , Alan Menkul Değerler A.Ş,

SONUÇ

Türkiye 2015 Görünümü “Potansiyel Riskler ve Testler” raporumuzda beklentilerimizi ve özellikle uzun zamandır risk olarak gördüğümüz özel sektör borçlarını inceledik. Hangi kur seviyesinde reel sektörün kısa vadeli yükümlülüklerini likit varlıkları ile karşılayabileceği hangi seviyeden sonra likit varlıklarının kısa vadeli finansal yükümlülüklerini karşılamakta zorlanacağını tesbit etmeye çalıştık.

Reel Sektör için Büyüme mi? yoksa Kur seviyesi mi önemli?

Geçtiğimiz 10 yıl içerisinde reel sektörün borcu 14 kat arttı. Reel sektörün net borcu 2014 yılı sonunda 1 trilyon 31 milyar TL’e yükseldi. Bu borcun %63,5’i dövizken, %36,5’i ise TL’dir. Şirketlerin 2014 sonu itibariyle döviz borçları 652 milyar TL (281 milyar USD), döviz varlıkları 184 milyar TL (79 milyar USD)dir. Varlık hesabına likit kalemler alındığından yurt dışındaki doğrudan yatırımlar (19 milyar USD) hesaplara dahil edilmemiştir. Reel sektörün 2014 sonu itibariyle 470 milyar TL (202 milyar USD) döviz açığı bulunmaktadır.

Merkez Bankası tarafından açıklanan reel sektör bilançolarından faydalanarak reel sektör tahmini likit varlıklarını ve hangi kur seviyesinde şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödeyebileceğini yada ödeyemeyeceğini tahmin etmeye çalıştık. Çalışma sonunda birçok firmanın USDTRY’nin 2,90 seviyesinin görmeden kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamakta zorluk çekebileceğini, kur 3,54 (2,70’den % 31 daha çıkması halinde) seviyesine geldiğinde ise net borcu olan ve döviz açığı olan firmaların çoğunun kısa vadeli yükümlülüklerini ödemekte sorun yaşayacağı kanısına vardık. Hali hazırda 2,70 kur ile yılbaşından bu yana 76 milyar TL net kur farkı zararı oluşan reel sektörde (doğrudan yatırım kalemi dahil 68 milyar TL) , USDTRY paritesinin 2,90 yükselmesi halinde 116 milyar TL net kur farkı zararı oluşabilecektir.

Diğer yaptığımız çalışmada Reel sektör ile ilgili tahmini kar hesaplamaya çalıştık. Sektörlerin karlılığını iki farklı yöntemle ile tahmin ettik. İlk yöntemde TCMB’nin açıkladığı sektör bilançolarından faydalanarak net kar marjı alındı ve çıkan oran ile toplam sektörler karı tahmin edildi. İkinci yöntemde ise Gelir İdaresi verileri göre tahmini kar rakamları hesaplanmaya çalışıldı (Bankaların ödediği vergiler ve karlar elendi). Tablolarda da görüleceği üzere iki farklı yöntemle reel sektörün tahmini net karı bulunmaya çalışılmıştır. Yapılan incelemelerde kurlarda aşırı yükselişin olduğu dönemlerde şirketlerin zararlarının ciddi bir şekilde arttığı gözlemlenmektedir. USDTRY’nin 2,90 civarına yükselmesi ve



büyümenin yataya dönmesi halinde ise Türkiye için negatif senaryo oluşabilmektedir. Diğer taraftan şirketlerin varlıkları ve nakit dönüş süresi kısa vadeli finansal borçları ödemede belirleyici olacaktır. Şirketlerin nakit dönüş süresinin uzun ya da kısa olması şirketlerin nakit yaratması üzerinde etkilidir. GSYH büyüme oranı nakit dönüş süresini belirleyen en önemli faktördür.

Bu çerçevede, kurdaki aşırı dalgalanmalar reel sektörün kısa vadeli finansal borçlarını ödemede sorun yaşamasına neden olabilecektir. Büyümenin yavaşlaması ise şirketlerin nakit üretmesini zorlaştırabilecek ve zaten kur baskısı altında kalan firmalarda durumun daha da ağırlaşmasına neden olabilecektir. Temel Bankacılık rasyoları incelendiğinde bankalarımızda herhangi bir sorun gözükmemekle birlikte, kur artışı ve büyümenin yavaşlaması halinde, reel sektöre verilen kredilerde sorunlar yaşanabileceği düşünülmelidir.

2015 Zor yıl

2015 yılı sadece bizim için değil tüm çevre ve gelişmekte olan ülkeler için zor bir yıl. Türkiye için geçtiğimiz sene petrol fiyatlarının düşüşü olumlu olsa da, kurlardaki hareket enflasyon artışına neden olurken, çevre ülkelerdeki sorunlar ihracatımızı negatif etkilemektedir. ABD faiz artırımına giderken Türk Lirası, enflasyon, cari açık ve seçim belirsizliği ile negatif ayrılmıştır. Kamu finansmanı konusunda her şey yolunda gözükmeyle birlikte, kur hareketlerinin yoğun olması halinde reel sektörün döviz cinsi yükümlülükleri ekonominin odak noktası olabilecektir.

Alan Menkul Değerler A.Ş Araştırma Departmanı **Hazırlayan: Yeliz Karabulut**

Tel : +90 212 370 22 22
Direkt : +90 212 370 22 22
Faks : +90 212 370 22 32
Adres : Gülbahar Mahallesi Altan Erbulak Sokak No:14/A
GAYRETTEPE – İSTANBUL

Yasal Uyarı :Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Alan Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici



nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alan Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.