

Makro Notlar

8 Ekim Tarihli Fitch Sunumu ve Türkiye Kredi Notu İndirimi İhtimali

19 Ekim 2016

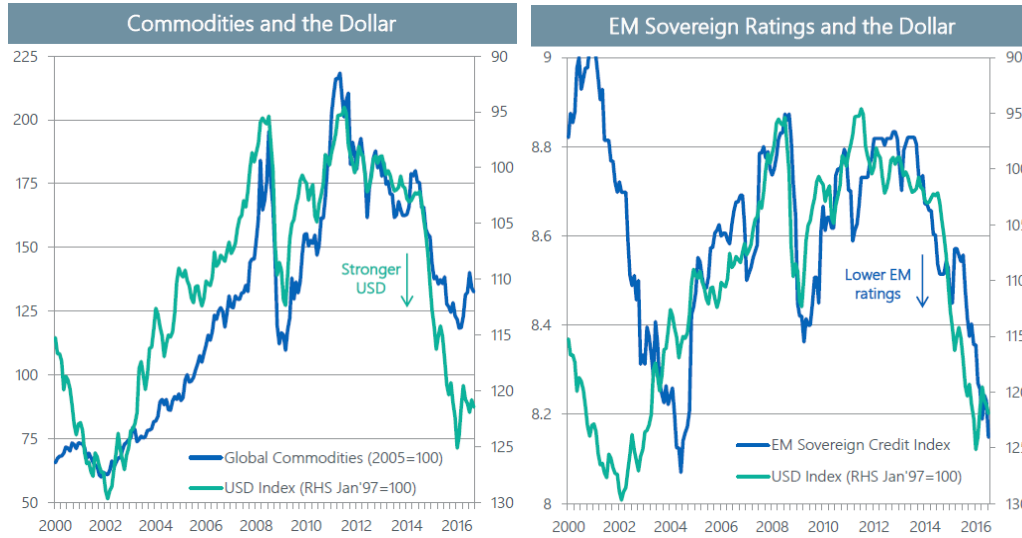
Can Uz

can.uz@yf.com.tr

+90 212 334 9837

Bu seneki IMF – Dünya Bankası toplantıları sırasında Fitch ülke kredi notu değerlendirmelerinden sorumlu ilk isim olan James McCormack yaptığı sunum Türkiye’de tartışılmaya devam ediyor. Avrupa’daki seçim takvimini hariç tutarsak Fitch’in sunumu genel hatları itibarıyla not indirimi tehlikesi yaşayan gelişmekte olan ülkelere (özellikle de Türkiye, Rusya ve G. Afrika’ya) yönelik olarak hazırlanmış.

Öncelikle Fitch küresel emtia fiyatlarıyla doların kuvveti arasındaki ilişkiden hareket ederek son 5-6 yıldır gerileyen emtia fiyatları ile birlikte kuvvetlenen dolar neticesinde 2013 yılından bu yana gelişmekte olan ülke kredi endeksinin (kendi oluşturdukları bir endeks) zayıfladığına dikkat çekilmiş.



Bu tespitten hareketle, BBB– ile yatırım yapılabilir nota sahip üç önemli gelişmekte olan ekonominin (Rusya, G. Afrika ve Türkiye) resmini çekmiş. Endonezya’yı da aralarına katarsak tüm bu ülkelerin kredi notu hususunda ortak problemi kurumsal kalitenin (governance) zayıf olması. Hemen belirtelim: Bu sunum sırasında üç ülke içerisinde görünümü “durağan” olan tek ülke G. Afrika idi; diğer iki ülkenin görünümü “negatif”ti. Ancak Pazartesi günü yayınladığımız Yeni Haftaya Başlarken raporunda da belirttiğimiz üzere, Fitch Rusya’nın kredi görünümünü “negatif”ten “durağan”a yükseltti.

Rusya +326 milyar dolarlık uluslararası net yatırım pozisyonu (Türkiye’de –388,5 milyar dolar) ve dış dengesindeki sağlam yapı ile öne çıkan ülke. Cari fazlının milli gelire oranı %4,6 iken (Türkiye’de –4,3%), net dış alacağı milli gelirin %34’üne tekabül ediyor (Türkiye’nin net dış borcu milli gelirin %36,8’i). Rakamlara bakılırsa Rusya’nın dış dengesi Türkiye’nin tam zıttı. Ülkenin temel riskleri ise bozulan kamu dengesi, zayıf büyüme görünümü, yüksek enflasyon ve kurumsal kalitedeki zayıflık.

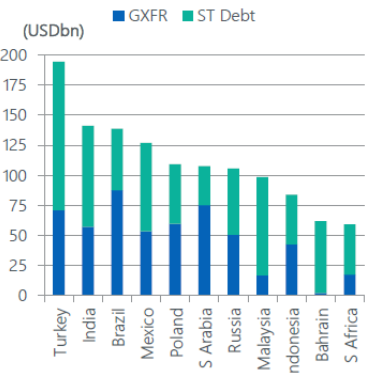
G. Afrika’nın tek olumlu görünümü net dış borcunun milli gelire oranının %10,7 ile sınırlı olması (özellikle Türkiye’ye kıyasla). Fitch ülkede “çifte açık” da denilen cari açığı (milli gelire oranı –3,8%) ve bütçe açığını (milli gelire oranı –3,3%) birlikte ele alıyor. Ülkenin genel yönetim borcunun milli gelire oranı %53 ile oldukça yüksek (Türkiye’de bu oran %32,5). Öte yandan politik risklere keskin bir atıfta bulunuyor. Ancak yönetim (governance) skoruna bakıldığında G. Afrika’nın, Endonezya dahil tüm ülkelere göre daha iyi bir konumu olduğunu görüyoruz. Ülkenin enflasyon seviyesi %6,3 ile Türkiye’den bir parça daha iyi olsa da büyümesi %0,3 ile oldukça kısıtlı.

Türkiye’de ise temel sorun Fitch’in “çok yüksek” olarak nitelendirdiği dış borcun finansmanı (rakamlara Rusya paragrafında değindim). Darbe girişimi sonrası kurumsal yapıların durumu ise “belirsiz” olarak betimlenmiş. Ülkenin çevirmesi



BBB-/Negative

Gross External Financing Requirement
(current account + amortisation)



- Very large external funding needs
- Institutional implications of post-coup purge unclear

gereken borcu yaklaşık 200 milyar dolar olarak görüyorlar. Bu rakamla Türkiye tüm gelişmekte olan ülkelerden ayrışıyor.

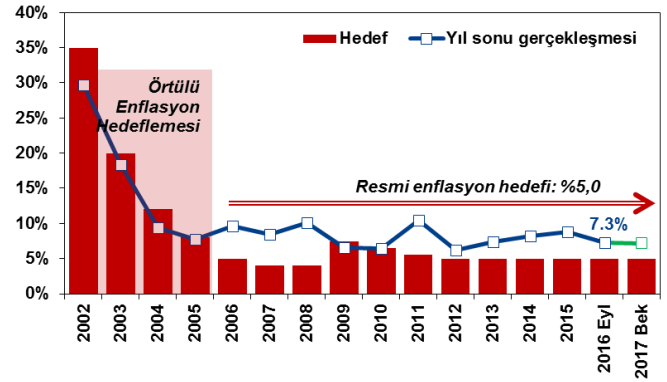
Sunumun asıl ses getiren tablosu ise kredi notunu kaybetmiş olan ülkelerin o tarihteki makro endikatörlerine dair “ortalama” değerlerinin ve “3 yıllık trendleri”nin, BBB– ile yatırım yapılabilir nota sahip bu dört önemli gelişmekte olan ülke değerleriyle kıyaslandığı tabloydu.

Kıyaslamaya konu olan yedi endikatörlere bakıldığında, Türkiye dört endikatörde (enflasyon, cari denge, net dış borç, yönetsel kalite) not indirimine maruz kalmış ülke ortalamalarının altında kalıyor. G. Afrika beş endikatör ile ortalama performansın altında kalırken bu sayı Rusya için ise üç. Endonezya sadece yönetim kalitesinde ortalamanın altında kalmış durumda ve bu konuda Türkiye’den daha kötü bir skoru var (Türkiye’nin yönetim kalitesi skoru sadece G. Afrika’nın altında görünüyor). Türkiye enflasyon, cari denge net dış borç göstergelerinde en kötü ülke konumundayken bütçe disiplini en iyi olan ülke. Türkiye büyüme, kamu dengesi ve kamu borç yükünde notunu kaybetmiş ülkelerden daha iyi performans gösteriyor. Problemlili olan endikatörlere kısaca bakalım:

(i) Cari denge: Türkiye’nin mevcut –4,3% cari açık oranının notu kaybetmiş medyan ülke değeri olan –2,2%’ye inmesi pek kolay değil. Petrol fiyatları mevcut seviyede iken sadece enerji ithalatımız yıllık 29 milyar dolar civarında, yani hemen hemen cari açığın yekünü. Dolayısıyla %4’ler civarında bir cari açık oranı “küresel veya lokal bir ekonomik kriz olmadığı takdirde” görüp göreceğimiz en iyi seviye.

(ii) Net dış borcun milli gelire oranı: %36,8’lik oranı Fitch tablosundaki medyan değer olan %27,7’nin altına indirebilmek mümkün. Bu oranı en son 2012’de “yumuşak iniş”i gerçekleştirdiğimiz dönemlerde gördük. Ülkenin büyüme dinamiklerinde ikinci ve üçüncü çeyreklerdeki yavaşlama sürer ise hedefte olmamasına rağmen dış borçta bu seviyeler görülebilir.

(iii) Enflasyon: Fitch tablosundaki medyan değer %5,2. TCMB’nin %5,0’lik enflasyon hedeflemesi için kurumun karnesini aşağıda grafikte gösteriyoruz. Merkez Bankası enflasyon hedefini sadece 2009 ve 2010 yıllarında tutturabildi, o yıllarda da hedef yüksek tutulmuştu. Türkiye 2012 yılında dahi sene sonu enflasyonunu %6,0’nın altına indirmeyi başaramadı. Problemin temelinde sadece gıda fiyatları artış ve kur geçişkenliği yoktur. Nominal ücret artışlarındaki yüksek oranlar da sorunu körüklemektedir.



(iv) Yönetsel kalite: İktisadi görünümü etkileyecek önemdeki siyasi gelişmeler kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke notu değerlendirmeleri içerisinde yer alan parametrelerdir. Bunlara siyasi/iktisadi dengeyi sarsıcı etki yapacak jeopolitik gelişmeler de dahildir. Fitch bu kriteri ikiye bölerek (skorda %18 ağırlık taşıyan) WBGI gibi kantitatif endikatörlerin yanında bazı öznel yöntemlere (örneğin, politik riskin değerlendirilmesi) de yer veriyor. Bu sebeple yönetsel kalite kriteri ile ilgili yorum yapabilmek pek kolay değil. Türkiye not kaybeden medyan ülke kalite notunun altında yer almakta. Ancak hemen belirtelim: Türkiye’nin aldığı 49,5 puan kendisi ile aynı yatırım yapılabilir ülke notuna sahip ama görünümü “pozitif” olan Endonezya’dan daha yüksek. Öte yandan kurumsal kalite göstergeleri sorunlu bir G. Afrika’nın bu skoru Türkiye’den daha yüksekte bulunmaktadır.

Fitch sunumunda Türkiye’nin kredi notuna yönelik risklerin masaya yatırılmış olmasını önemsiyoruz. Bu sunum 7 Ekim kapanışında 3,050 seviyesinde bulunan USD/TRY kurunun 10 ve 11 Ekim’de 3,085’e yükselmesini beraberinde getirmiş olabilir. Benzer şekilde 7 Ekim’den 11 Ekim’e gösterge tahvil faizi 16 puan, 10 yıllık tahvil faizi ise 19 puan yükseldi. Ancak esas türbülansın 12 Ekim tarihindeki anayasa tartışmaları ile başladığını hatırlatmak isteriz. Öte yandan Fitch’in sunumunda yer verdiği zayıflıkların ilk üçü yeni gelişmeler değil. 4. kriter ise, ülkeler arası kıyaslama yapıldığında, not indirimini gerektirecek şiddetteki bir zayıflamaya işaret etmiyor olabilir. Dolayısıyla Fitch’ten bir olası not indiriminin ne kadar fiyatlandığını söyleyebilmek, şu aşamada, pek kolay değil.

Governance Weaknesses Compared to Other Sovereigns That Have Lost IG Status

2016 Forecasts of Select Key Variables versus IG Downgrade Medians

	Historical IG Loss Median	3-yr Trend	Russia BBB-/N	South Africa BBB-/S	Turkey BBB-/N	Indonesia BBB-/S
MACROECONOMICS (%)						
Real GDP Growth	0.0	-1.2	-0.7	0.3	3.0	5.2
Inflation	5.2	-0.2	7.4	6.3	8.2	3.8
FISCAL (%GDP)						
Gen Government Balance	-5.5	-1.3	-4.6	-3.3	-2.3	-2.7
Gen Government Debt	54.6	16.1	11.5	53.0	32.5	27.1
EXTERNAL (%GDP)						
Current Account	-2.2	3.5	4.6	-3.8	-4.3	-1.8
Net External Debt	27.7	9.0	-34.0	10.7	36.8	14.5
STRUCTURAL FACTORS (higher=stronger)						
Governance	63.1	-1.0	28.8	59.9	49.5	44.0

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 317 69 32

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy
Hakan Tezcan

Koordinatör
Koordinatör

levent.durusoy@yf.com.tr
hakan.tezcan@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 33
+90 (212) 317 68 16

Araştırma Bölümü

Mehmet Akif Daşiran
Can Uz

Vekil Müdür
Başekonomist

akif.dasiran@yf.com.tr
can.uz@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 39
+90 (212) 334 98 37

Yatırım Danışmanlığı Bölümü

Dr. Nuri Sevgen
Göksel Tekiner
Kemal Ozan Sayın
Kamer Külek

Müdür
Müdür Yrd.
Kıdemli Uzman
Uzman Yrd.

nuri.sevgen@yf.com.tr
goksel.tekiner@yf.com.tr
ozan.sayin@yf.com.tr
kamer.kulek@yf.com.tr

+90 (212) 317 68 62
+90 (212) 334 98 44
+90 (212) 334 98 70
+90 (212) 334 98 47

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş

Müdür

pervin.bakankus@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük
Antalya
Bakırköy
Bursa
İzmir

+90 (212) 317 69 00
+90 (242) 243 02 01
+90 (212) 543 05 04
+90 (224) 224 47 47
+90 (232) 441 80 72

Merkez
Ankara
Fındıklı
Çiftelhavuzlar
Samsun

+90 (212) 263 00 24
+90 (312) 417 30 46
+90 (212) 334 98 00
+90 (216) 302 88 00
+90 (362) 431 46 71