

2

DAHA DÜŞÜK
BİR BÜYÜME
PERFORMANSI
BEKLENİYOR

6

SEKTÖR RİSKLERİ

Aralık 2016

PANORAMA

TÜRKİYE: LALE DEVRİNİN SONU MU?

COFACE EKONOMİ YAYINLARI

Coface MENA ekonomisti Seltem İYİGÜN tarafından hazırlanmıştır



Türkiye ekonomisi 2015 ve 2016 yıllarında birkaç şok yaşamıştır. Artan siyasi belirsizlikler, bölgesel gerilimler, ABD'deki faiz yükseltme süreci, kredi notunun düşürülmesi ve ülke içindeki güvenlik endişeleri turizm gelirlerinin düşmesine, tüketici talebinin yavaşlamasına, yerel ve yabancı yatırımcıların yatırım iştahının azalmasına ve yerli kurun zayıflamasına yol açmıştır. Bu faktörler ülkenin ekonomik faaliyetin sürdürülebilmesi için ağır bir şekilde bağımlı olduğu sermaye girişlerinde azalmaya katkıda bulunmuştur. Küresel riskten kaçınma eğilimi ve yerel şirketlerin dolar cinsinden borç ödemeleri, bu ortam lirada sert bir değer kaybına yol açmıştır. Bu durum şirketler kesiminin ödeme davranışlarını, yatırım iştahını ve büyüme beklentilerini tehdit etmektedir.

Coface Türkiye ekonomisinin 2016 yılında %2,5 ve 2017 yılında %2,7 büyümesini beklemektedir.

Bununla birlikte, son birkaç yıldan bu yana yaşanan bu iç ve dış şoklara karşın, Türkiye ekonomisinin dirençli bir şekilde ayakta kaldığını da belirtmek gerekir. İmalat sanayii üretimi özellikle Türkiye'nin ana ticaret ortağı olan Avrupa'daki ekonomik toparlanma sayesinde yıllık bazda artmaya devam etmektedir. İç talebi canlandırmak için alınan önlemlerin önümüzdeki dönemde tüketim üzerinde etkiler yaratması beklenmektedir. Komşu ülkeler ile ilişkilerin iyileşmesi sayesinde, 2017 yılının ikinci yarısında turizm gelirlerinin artmaya başlaması beklenmektedir. AB bölgesine yapılan ihracat artmaya devam etmekte ve ihracatçıların düşen karlarını kısmen telafi etmektedir. Artan kamu harcamaları da özellikle kısa süre önce yatırımları teşvik

etmek amacıyla çıkarılan teşvik paketi ile ekonomik faaliyeti destekleyecektir.

En önemlisi, yapısal reformların uygulanması ekonomi için orta vadede sürdürülebilir büyüme yolunun halen umut vaat edici olduğu anlamına gelmektedir; ülkenin genç bir nüfusa ve büyük bir iç pazara sahip olması sebebiyle bu durum daha da önem kazanmaktadır. Ekonomik büyüme yavaşlamasına rağmen, ekonomi tam 27 çeyrektir aralıksız olarak ilerlemektedir.

Bu panorama ilk bölümde bu zorlu görünümü ayrıntılı olarak inceledikten sonra hem iç talebin hem de işletmeler için kur riskinin iyi bir göstergesi olması sebebiyle perakende sektörü üzerinde odaklanacaktır. Panorama iç satışların azaldığı ancak Avrupa'daki toparlanma sayesinde ihracatın halen oldukça güçlü olduğu otomotiv sektörü üzerinde odaklanacaktır.

Diğer tüm grup panoramaları için:

<http://www.coface.com/Actualities-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

EKONOMİSTLERİN GÖZÜNDEN

1

DAHA DÜŞÜK BİR BÜYÜME PERFORMANSI BEKLENİYOR



SELTEM İYİGÜN

MENA BÖLGESİ EKONOMİSTİ
seltem.iyigun@coface.com

Artan mali teşviklere rağmen daha düşük büyüme

Türkiye ekonomisi Ocak-Eylül 2016 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,2'lik bir büyüme kaydetti. Üçüncü çeyrekte, ekonomi yüzde 1,8 küçülmüştür; bu 2009 yılında bu yana ekonomik büyümede yıllık bazda kaydedilen ilk küçülmüştür. Bu daralmanın ana belirleyici etkeni özel tüketimde kaydedilen yüzde 3,2'lik ve sabit yatırımlarda kaydedilen yüzde 0,6'lık düşüş ile ilgilidir. Söz konusu dönemde kamu tüketim harcamalarında gerçekleşen neredeyse yüzde 24'lük artış GSYH'da daha sert bir daralmayı engellemiştir.

2015 yılında gerçekleştirilen iki genel seçim sonucunda yükselen siyasi belirsizlik, ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımı süreci ile kuruyan küresel likidite ve zayıflayan Türk lirası büyümedeki düşüşe katkıda bulunan faktörler oldu. 2016 yılında, yükselen bölgesel gerginlikler, artan iç güvenlik sorunları 15 Temmuz'daki başarısız darbe girişimi ve kredi notunun düşürülmesi ile birlikte risk algısı daha da kötüleşmiştir. Bu olumsuz iç ve dış şoklar ve zayıflayan güven ortamı sebebiyle, GSYH artışının 2016 yılında daha da yavaşlaması beklenmektedir.

2002 ile 2011 yılları arasında Türkiye 2008 küresel mali krizinin olumsuz etkilerinden kurtulmak amacıyla büyük merkez bankaları tarafından uluslararası finansal piyasalara sağlanan ucuz ve bol likiditeden yararlanmıştı. Ülkenin kalkınma stratejisi temel olarak o zamanlar ucuz kredi şeklinde hanehalkları ve işletmeler tarafından kullanılan ucuz dış borçlanmaya dayanmaktaydı.

2017 yılında kamu harcamalarının büyümenin kilit sürükleyici etkenlerinden birisi olması beklenmektedir. 2017-2019 Orta Vadeli Planında Hükümet daha geniş bir bütçe açığı öngörmektedir; bu durum son üç yıldaki yavaşlayan manşet büyümeyi ve bazı konjonktürel mali harcamaları yansıtmaktadır¹. Ülkenin düşük kamu açığı ve kamu borcu seviyeleri (Türkiye'nin AB tanımlı borç stokunun GSYH'ya oranı 2015 itibarıyla sadece yüzde 32,9'dur), ekonomideki düşüşleri hafifletmek için maliye politikasını bir araç olarak kullanabileceği anlamına gelmektedir. İş dünyasının güven algısındaki düşüşe karşı, hükümet proje bazlı bir yaklaşım ile yatırım ortamını iyileştirmek amacıyla geniş bir yatırım paketi açıklamıştır. Eylül 2016'da yürürlüğe giren yeni paket yüzde 100'e kadar kurumlar vergisi muafiyeti, yüzde 200'e kadar yatırım desteği, gelir vergisi stopaj desteği, gümrük vergisi desteği, projeler için varlıkların ücretsiz devri, vs. gibi destek araçları içermektedir².

Bu negatif büyüme momentumuna rağmen, ülke mali disiplini koruyabilmiştir. Güçlü kamu maliyesi hükümete daha yüksek harcama yoluyla ekonomiyi desteklemesi için yeterli manevra alanı tanımaktadır. AB tanımlı genel yönetim nominal borç stoku düşük seviyededir ve Türkiye her iki göstergeye ilişkin Maastricht kriterlerini karşılamaktadır. Merkezi yönetim borç stokunun sadece yüzde 35'i döviz cinsindendir. Bu durum döviz piyasalarındaki dalgalanmalara karşı kamu maliyesi için

1) Türkiye Ülke Risk Raporu, 2016 4., BMI

2) Türkiye uygun yatırımlara proje bazında yeni teşvikler sağlayacak, Invest in Turkey, Eylül 2016

bir koruma sağlamaktadır.

Ortalama borçlanma vadesi de uzamıştır. Türkiye'nin hazinesi şu anda uluslararası piyasalardan ortalama 15 yıl vadeye kadar (2002 yılında bu vade 7 yıldır) ve iç piyasadan ortalama 70 ay vadeye kadar (2002 yılında 9 ay idi) borçlanabilmektedir. Bu iyileşmeler, Türkiye'nin sürdürülebilir büyüme performansının önemli temel direklerini oluşturan eğitim, sağlık, altyapı, vs. gibi sektörlerdeki yatırımlarını arttırmasına olanak tanımıştır. 2003 ile 2015 yılları arasında, Türkiye altyapıya 253,3 milyar TL yatırım yapmıştır. Bu altyapı iyileşmeleri lojistik maliyetlerini ve sürelerini düşürdüğü ve böylelikle verimliliği arttırdığı için ticaret için de büyük avantajlar sağlamaktadır.

Yavaşlayan büyümeye rağmen, 2015 yılında kaydedilen 688.000 kişi istihdam artışının üzerine yeni istihdam artışları bu yıl da devam etmektedir. İşgücüne katılım oranındaki yükselme ve yavaşlayan ekonomi bağlamında, Ağustos 2016 itibariyle işsizlik oranı yüzde 11,3 olarak gerçekleşmiştir. Yapısal reformlar ve artan ekonomik faaliyet önümüzdeki dönemde işsizliğin azalmasına imkan tanıyacaktır.

Hükümetin reformlar konusundaki kararlılığı önümüzdeki dönemde sürdürülebilir büyümeyi destekleyecek önemli bir faktördür. Hükümetin uygulamaya koyduğu reform planı dört temel direk üzerine kuruludur: yatırım teşvikleri, araştırma ve geliştirme, uluslararası işgücü ve maliyet tasarrufları. Böylelikle, hükümet 2017 yılında bir yatırım planı olan şirketlere 600 milyon TL sağlamanın yanı sıra bazı vergi muafiyetleri ve indirimleri tanımayı öngörmektedir. Yetkililer ayrıca 2017 yılında turizm sektörüne 522 milyon TL sağlamayı planlamaktadır. İş kurma kolaylığı bakımından³, yapılan son düzenlemeler sonrasında, gerekli işlemlerin sayısı 8'den 3'e ve bu sürecin tamamlanma süresi 7,5 günden 2,5 güne düşmüştür. Hükümet ayrıca teknoloji yatırımlarına sağlanan destekler ve kurumlar vergisi ve gümrük vergisi muafiyetleri yoluyla tasarım merkezlerini, küçük ölçekli Ar-Ge merkezlerini ve teknoloji geliştirme merkezlerini de desteklemektedir. Eksikliği ülkenin temel yapısal zayıflığını -yani cari açığı- oluşturan yurt içi tasarruflarının arttırılmasını teşvik etmek amacıyla, Türkiye gönüllü bireysel emeklilik sistemini zorunlu bireysel emeklilik sistemine dönüştürmektedir. Bu kapsamda 45 yaş altındaki her ücretli Türk vatandaşının işverenler tarafından belirlenen bir emeklilik planına otomatik olarak katılımı sağlanmaktadır. Orta vadede, bu yapısal reformlar ülkenin imalat yapısının ithalata olan bağımlılığını azaltacak ve cari açığın daraltılmasına yardımcı olacaktır.

Yetkililer ayrıca iç talebi yükselmeye yönelik bazı önlemler uygulamaya koymuştur. Kredi taksit sınırlaması bazı mal ve hizmetler dışında 9'dan 12'ye çıkarılmış, kredi kartı borçlarının 72 aya kadar

vadelerle yeniden yapılandırılması imkanı tanınmış, tüketici kredileri için taksit sınırlaması 48 aya kadar çıkarılmış ve konut kredileri için asgari peşinat oranı yüzde 25'ten yüzde 20'ye indirilmiştir. Bu önlemlerin etkilerinin 2016 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren görülmeye başlanması beklenmektedir. Öte yandan, yavaşlayan bir ekonomik faaliyet ve artan işsizlik ortamında hanehalkı borçlarındaki artış hızı bir engel teşkil edebilir. Temmuz 2016 itibariyle, işsizlik oranı yüzde 10,7'ye yükselmiştir -bu Şubat ayından bu yana kaydedilen en yüksek orandır. Hanehalklarının finansal kaldıraç oranı (finansal yükümlülüklerin finansal varlıklara oranı) 2010 yılında yaklaşık yüzde 40 iken Mart 2016 itibariyle yüzde 48 olmuştur. Bu oran halen düşük görünmesine rağmen, daha fazla artması hanehalklarının daha fazla borçlanma kapasitelerini kısıtlayabilir. Türkiye'de 2015 sonu itibariyle toplam işgücü 30,9 milyon iken, kullanımda olan kredi kartı sayısı 58,2 milyon idi³. Tüketici kredisi veya kredi kartı borcunu ödemeyen tüketici sayısı 2016 yılının ilk dokuz aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5 azalmıştır⁴. Bununla birlikte, Tüketici Dernekleri Federasyonu verilerine göre toplam ödenmeyen kredi kartı borç stoku 260 milyar TL (yaklaşık 82 milyar \$) olarak gerçekleşmiştir. Hükümet'in borç yeniden yapılandırması yoluyla bu kişileri tekrar ekonomiye kazandırma çabaları tüketim tarafında olumlu bir etki yaratabilir.

Kur riski ve inatçı cari açık başlıca zorluklar

Türkiye'nin özel sektörü için en önemli risklerden birisi döviz riski olabilir. Özel sektörün bir yıl içerisinde ödemesi gereken toplam dış borç 91 milyar \$ civarındadır. Cari açığın 30 milyar \$ civarında olacağı varsayıldığında, Türkiye'nin toplam dış finansman ihtiyacı neredeyse 120 milyar \$'a ulaşmıştır. Özel sektörün kısa vadeli dış borcunun 113,4 milyar \$'a ulaştığı 2014'ün son çeyreğinden bu yana bu borcun önemli ölçüde azaldığını da belirtmemiz gerekir. Bu azalma şirketlerin daha uzun vadelerle borçlanmak için yurt dışından temin ettikleri kısa vadeli finansmanları azalttıklarını göstermektedir; nitekim aynı dönemde uzun vadeli dış borçları 39 milyar \$'dan 208 milyar \$'a yükselmiştir. Bu dengeleyici bir hareket olarak görülebilir.

Bir başka olumlu gelişme de, eski ABD Merkez Bankası Başkanının bankanın daha az uyumlu para politikası stratejisini açıkladığı 2013 sonundan bu yana net kur riskinin azalmış olmasıdır. Bu, lira gibi yükselen ekonomilerin para birimlerinin zayıflamasına yol açmıştır. Yerel para biriminin (özellikle dolar ve avro karşısında) artan oynaklığı sebebiyle, şirketler kur risklerini azaltmayı tercih etmişlerdir.

3) Yıllık Rapor, 2015, Bankalar Arası Kart Merkezi (BKM)

4) Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi

Grafik 1: Finans dışı şirketlerin döviz pozisyonu (Milyon ABD\$)



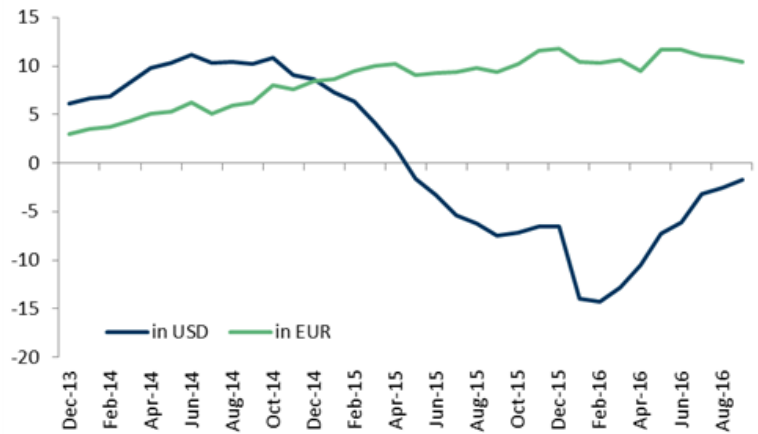
Kaynak: TCMB

Liranın zayıflaması, ekonominin ana büyüme lokomotifi olan özel tüketimin gelişmesini sınırlamaktadır. Tüketicilerin satın alma kararlarını ertelemelerine yol açan, Suriye sınırındaki gerginlikler, yükselen kredi faiz oranları ve yüksek enflasyon gibi başka faktörler bu durumu daha da ağırlaştırmaktadır. Bu yavaşlama 2016 yılının başından bu yana gerçekleşmektedir. 2016 yılının ilk üç çeyreğinde tüketici malları ithalatı ortalama olarak 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 3,8 azalmıştır. Otomobil satışları yılın ilk 10 aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre neredeyse aynı seviyelerde kalmıştır. 2016 yılının ilk dokuz aylık döneminde, birinci el konut satışları yüzde 10,4'lük bir artışın kaydedildiği geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre sadece yüzde 2,7'lik bir artış göstermiştir. Tüketici kredilerinde nominal bazda yaşanan değişim 2015 yılının ilk çeyreğinde yüzde 15'ler seviyesindeyken, 2016 yılının üçüncü çeyreğinde hız kaybederek yüzde 6'ya kadar düşmüştür. Azalan iç tüketim şirketlerin büyüme performansını sınırlamaktadır. Tüketimdeki bu cansızlık temel olarak ekonomik duygudaki kötüleşme ile ilişkilidir ve artan enflasyon da satın alma gücünü azaltmaktadır. TCMB modeline göre, Türk lirasının avro/dolar sepeti karşısında yüzde 10'luk bir değer kaybı iki yıl sonrasında enflasyonu 1,8 puan yukarı çekmektedir. Değer kaybı şokunun enflasyona yansıma etkisi bir yıl içinde görülmektedir⁵. Dolayısıyla liranın Eylül 2016'dan bu yana avro/dolar kur sepetine karşı yüzde 15 değer kaybı yaşadığı göz önüne alındığında, şu anda yüzde 7 olan enflasyonun 2017 yılının ilk yarısının sonu itibarıyla neredeyse yüzde 9'a ulaşmasını beklemek mümkündür. Liranın daha fazla değer kaybetmesi, kur dalgalanmalarına karşı yüksek düzeyde duyarlı dayanıklı tüketim malları sektörlerini özellikle etkileyecektir.

Liradaki sert değer kaybı bu yılın şimdiye kadar olan bölümü için ihracatın artmasına pek yardımcı olmadı. Ocak-Eylül döneminde, Türkiye'nin ihracatı 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 2,7'lik bir azalma kaydetti. Bu azalma temel olarak küresel ticaret hacmindeki daralma ve Irak ve Suriye gibi

Türkiye'nin önemli ihracat pazarlarındaki çalkantılar ve bazı komşu ülkeler ile olan gerilimler ile ilişkilidir. Bu gelişmelerin etkisiyle, 2016'nın başından bu yana liranın dolar karşısında yaklaşık yüzde 18 değer kaybetmesi Türk mallarının rekabet gücünü önemli ölçüde arttırmamıştır. Ekim 2016 itibarıyla, Türk lirasının TÜFE bazlı reel kur endeksi 98,51'de kalmıştır; bu merkez bankasının aşırı değerlenme için belirlediği 120 eşiğinden oldukça uzaktır. Öte yandan, Ocak - Eylül 2016 döneminde ihracat hacim bazında bir önceki yıla göre ortalama olarak yüzde 3,4 artış kaydetmiştir. Bu durum, Türk ihracatçıların esnekliğini ve ürünlerini ve ihracat pazarlarını hızlı bir şekilde çeşitlendirme konusundaki yeteneklerini açık bir şekilde göstermektedir. Bu esneklik 2017 yılında ekonominin en büyük avantajlarından birisi olacaktır. Türkiye'nin AB'ye yaptığı ihracatın değerinin Avro bazında artmaya devam ediyor olması bu avantajı teyit etmektedir.

Grafik 2: Türkiye'nin AB-28 ülkelerine ihracatı (yıllık, %)



Kaynak: TSI, Coface hesaplamaları

Türk imalatçıların Avrupalı müşterilerinin taleplerine hızlı bir şekilde cevap verebilmek için gerekli bilgi birimine ve kapasiteye sahip olduğu tekstil, plastik, demir ve çelik, motorlu taşıtlar gibi sektörler AB-28 ülkelerine yaptıkları ihracatta önemli artışlar kaydetmiştir. Bu durum ekonomik toparlanma ile birlikte Avrupa'da talebin yükselmesi ile de ilişkilidir. 2017 yılında, Avrupa'ya ihracatta yaşanması beklenen bir artış da yine Türkiye'nin ekonomik performansını destekleyecektir.

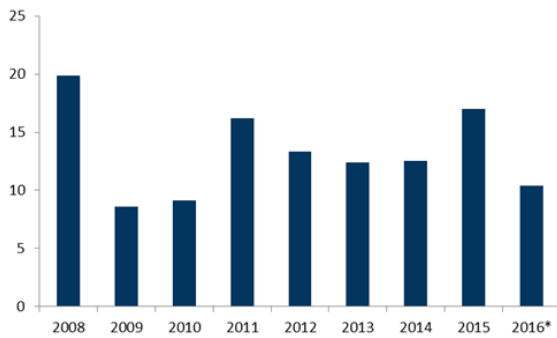
İthalat tarafında, düşen enerji fiyatları 2015 yılında cari açığı GSYH'nın yüzde 4,5'i seviyesine kadar düşürdü. Ocak-Eylül 2016 döneminde, toplam ithalat 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 0,7 azaldı. Bu azalma temel olarak küresel enerji fiyatlarındaki düşüşten kaynaklandı. Dolayısıyla, Türkiye'nin enerji ithalatına ağır bir şekilde bağımlı ekonomisi enerji fiyatlarındaki düşüşlerden faydalanmıştır. 2016 yılının ilk dokuz aylık döneminde, ülkenin enerji faturası

bir önceki yıla göre yüzde 34'lük bir düşüş ile 19,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Enerji fiyatlarında son zamanlarda yaşanan toparlanma ve Türkiye'nin iç talebindeki artış hızı 2017 yılındaki dış açığın temel belirleyicileri olabilir.

Azalan turizm gelirleri de toplam açık üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır. Turizm sektörü bir dizi yüksek profilli terör saldırısından, 2015 yılının sonlarında bir Rus jetinin Türkiye tarafından düşürülmesi üzerine Rusya ile ilişkilerin kötüleşmesinden, başarısız darbe girişiminden ve Türk tüketicilerin artan siyasi ve bölgesel belirsizlikler sebebiyle aşırı tüketimden kaçınmasından olumsuz etkilenmiştir. 2016 yılının ilk dokuz aylık döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre turizm gelirleri yüzde 30 azalırken gelen turist sayısı yüzde 26 düşmüştür. Rus turistler Almanlardan sonra Türkiye'ye gelen ikinci en büyük turist grubunu oluşturmaktadır. Ocak-Eylül 2016 döneminde, Türkiye'ye gelen Rus turist sayısı 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 84 azalmıştır. Bununla birlikte, başarısız darbe girişimin sonrasında Türkiye ve Rusya'nın yakınlaşması ile birlikte bu tablo iyileşmiştir. Rusya Hükümeti Ağustos 2016'da Türkiye'ye charter uçuş yasağını kaldırmıştır ve bu karar Türkiye'yi yeniden Rus turistlere açmıştır. Rusya Ulaştırma Bakanlığı'na göre, bu kısıtlamaların kaldırılması Türk turizmine olan talebi yüzde 30 kadar arttırabilir⁶. Ancak bu artış turizm sektöründe sadece küçük bir toparlanmaya katkıda bulunacaktır; çünkü uluslararası ziyaretçiler güvenlik ortamını halen potansiyel olarak değişken görmektedir. Azalan turizm gelirleri ve bununla birlikte petrol fiyatlarının giderek azalan etkisi cari açıktaki daralma sürecini yavaşlatabilir.

Yükselen risk algısı da cari açık finansmanını baskı altına alabilir. Cari açık çoğunlukla kısa vadeli sermaye girişleri yoluyla finanse edilmektedir. Bu durum ülkeyi uluslararası finans piyasalarında görülebilecek bir riskten kaçınma dalgası durumunda sermaye girişlerinde meydana gelebilecek ani şoklara karşı kırılgan yapmaktadır. Bu durum, artan siyasi ve ekonomik belirsizlikler sebebiyle uzun vadeli sermaye girişleri için de risklerin devam etmesi anlamına gelebilir.

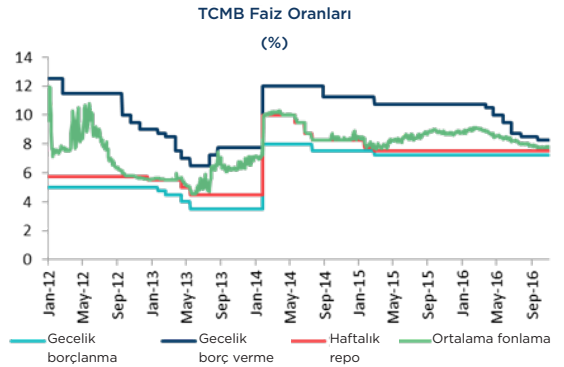
Grafik 3: Türkiye'de DYY (milyar ABD\$)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Cari açık, para politikası ve enflasyondaki gelişmeler, Türkiye'deki kur riski için belirleyici faktörler olacaktır. Ekim 2016'da, manşet tüketici fiyatlarındaki yıllık artış yüzde 7,2 olarak gerçekleşirken, çekirdek enflasyon yüzde 7,7'den son 18 aylık dönemin en düşük seviyesi olan yüzde 7'e düşmüştür. Bu rakamlar manşet enflasyonunun merkez bankasının kısa süre önce yüzde 7,5 olarak revize ettiği yıl sonu enflasyon hedefine yakın bir seviyede kalabileceğini göstermektedir. Türk lirasındaki değer kaybı karşısında merkez bankası Kasım ayında gösterge faiz oranını 50 baz puanlık artışla yüzde 8'e, gecelik borç verme faiz oranını ise yüzde 8,25'ten yüzde 8,5'e çıkarmıştır. Para politikasındaki bu temkinli duruş küresel olarak veya Türkiye'ye karşı risk algısında daha fazla kötüleşme olmaması kaydıyla kurda daha fazla değer kaybını sınırlayabilir.

Grafik 4: TCMB politika faiz oranları



Kaynak: TCMB

Önümüzdeki dönemde, sermaye girişlerindeki eğilimler kilit bir rol oynayacaktır. Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) 2017 yılında yükselen ülkelerden net sermaye çıkışının 206 milyar \$ düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin etmektedir; bu rakam 2016 yılı için tahmin edilen 373 milyar \$'lık net sermaye çıkışına göre kayda değer bir düşüşe işaret etmektedir⁷. Bu durum Türkiye'de de görülebilir. Ocak-Eylül 2016 döneminde, Türkiye'ye yabancı sermaye girişi 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 12'lik bir düşüşle 30,6 milyar \$'dan 26,9 milyar \$'a inmiştir. Bu durum Türk lirasının avro/dolar sepeti karşısında yüzde 16 değer kaybetmesine yol açan önemli bir faktördür. Ancak bu değer kaybının bir kısmı ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımı süreci, ABD başkanlık seçimleri, Brexit ve bölgesel gerginlikler gibi dış faktörler ile de ilgilidir.

Bir başka endişe kaynağı da Türkiye'nin özel sektörünün dış borç stokudur. Toplam borç stoku yüksek görünmekle birlikte, finansal olmayan özel sektörün kısa vadeli dış borcunun payı 38,2 milyar \$ düzeyindedir (GSYH'nın yüzde 5'inden az). Eylül 2016 itibariyle 12 aylık kümülatif bazda özel

6) Rusya Suriye'deki Karışıklık Sonrası Türkiye içine Getirdiği Seyahat Yasağını Tamamen Kaldırdı, Ağustos 2016, Forbes

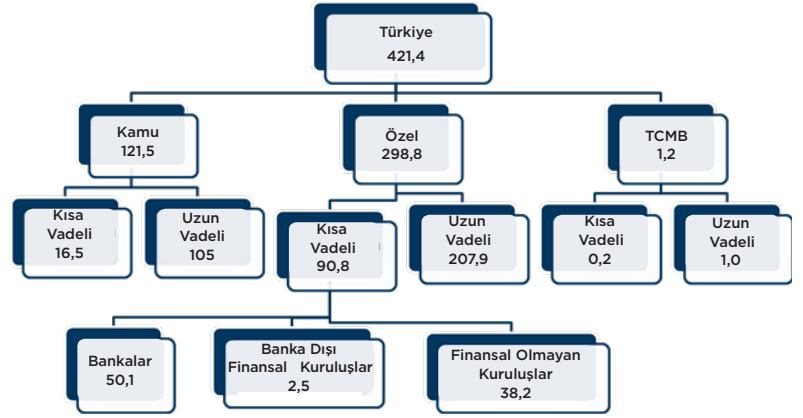
7) Kasım 2016, Yükselen Piyasalara Sermaye Akışları, IIF

sektörün uzun vadeli dış borç çevirme oranı yüzde 169'dur. Bu durum özel şirketlerin çoğunluğunun dış yükümlülüklerini karşılayabildiğini göstermektedir.

Diğer taraftan, 2016 yılının başından bu yana Türkiye'de yerleşik taraflarca net yabancı varlık ediniminin 2015 yılının aynı dönemine göre 22,3 milyar \$'dan 2 milyar \$'a düştüğünün altını çizmek gerekir. Liranın değer kaybına karşı gösterilen bu tepki şimdiye kadar yükselen borçlanma maliyetlerinin ve zayıflayan kurun etkilerini yumuşatmaya yardımcı olmuştur.

Her ne kadar bir önceki yıla göre yavaşlamış olsa da, 2016 başından bu yana Türkiye'ye olan sermaye girişlerinin de gösterdiği gibi, Türkiye yabancı yatırımcılar için halen caziptir. Küresel kriz sebebiyle ekonominin yüzde 4,8 daraldığı 2009 yılında, Türkiye'ye toplam yabancı sermaye girişi yüzde 95 oranında azalmıştı. Her ne kadar mevcut durum bu senaryonun çok uzağında olsa da, 2017 yılında Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerinin hızı Türkiye'nin ekonomik performansı için büyük önem taşıyacaktır. Ülke halen yabancı fonları çekmektedir ancak bu sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği iş ortamına ve küresel finans piyasalarındaki gelişmelere bağlı olacaktır.

Grafik 5: Türkiye'nin dış borç stoku (Q2 2016, milyar ABD\$)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Özellikle tahvil getirilerinin sıfıra yakın olduğu **mevcut küresel ortamda, Türk tahvillerinin yüzde 11'e yakın getirisi de uluslararası yatırımcıları çekebilir.** Bu önümüzdeki dönemde dış açık için bir finansman kaynağı ve lirada daha fazla değer kaybını sınırlamak için bir şans oluşturabilir.

2 SEKTÖR RİSKLERİ

Bu bölüm, Türkiye'de ekonomik eğilimlerin iyi birer göstergesi olduklarından dolayı ülkenin perakende ve otomotiv sektörleri üzerinde odaklanacaktır. Şu anda özellikle yavaşlayan iç talep ve kurdaki zayıflamanın iş ortamı ve maliyetler üzerindeki etkisi sebebiyle perakende işletmelerinde riskler artmaktadır. Otomotiv sektörü için, iç piyasada aynı riskler geçerli olmakla birlikte, ihracat oldukça güçlü bir durumdadır ve imalatçıların ve parça üreticilerinin azalan karları belirli ölçüde telafi etmelerine yardımcı olmaktadır.

Perakende: Azalan tüketici güveni ve yükselen maliyetler sektörü kısıtlıyor

Türkiye'nin perakende sektörü ekonomik büyümede kilit bir rol oynamaktadır. Esasen, Türkiye'nin perakende sektörü on yıldır yaşanan sağlam ekonomik büyümeden ve kişi başına geliri artan 80 milyona yakın nüfustan faydalanmıştır. Nüfusun ortalama yaşı 31'dir ve bu durum gençlerin toplam nüfusun önemli bir bölümünü oluşturduğunu göstermektedir. Daha

SEKTÖR RİSK DEĞERLENDİRMESİ

Sektörler	Türkiye
Tarımsal gıda	Yüksek risk
Otomotiv	Orta risk
Kimyasallar	Yüksek risk
İnşaat	Yüksek risk
Enerji	Yüksek risk
BİT	Orta risk
Metaller	Yüksek risk
Kağıt-Odun	Orta risk
Tıbbi ilaç	Düşük risk
Perakende	Yüksek risk
Tekstil - giyim	Yüksek risk
Taşımacılık	Orta risk

● Düşük risk ● Orta risk ● Yüksek risk ● Çok yüksek risk

yüksek değerli ürünler ve daha sofistike hizmet sağlayıcılar arayan tüketiciler arasında harcama istekliliğini artırması bununla açıklanabilir. Ülke %75 gibi yüksek bir şehirleşme oranına sahiptir. Bu durum perakendecilerin nüfusun büyük bir bölümüne hizmet sağlamasını kolaylaştırmaktadır. Kaliteli altyapı perakendecilerin lojistik maliyetlerini düşürdüğünden dolayı hükümetin altyapı yatırımları karlar üzerinde oldukça olumlu bir etki yaratmaktadır.

Buna rağmen, artan siyasi gerilimler, terör saldırıları, liranın zayıflaması ve artan enflasyon perakende sektörünün performansını ağır bir şekilde baskılamaktadır. Bu faktörler iç talepte bir yavaşlamaya sebep olmuştur ve bu eğilimin 2017 yılında da devam etmesi beklenmektedir. 2016 yılında yüzde 4 olması beklenen⁸ özel tüketimdeki yıllık artışın 2017 yılında yavaşlayarak yüzde 2,8 olarak gerçekleşeceği ve bu yavaşlamanın perakende satışlarını baskı altına alacağı tahmin edilmektedir. Geçen yılın ilk dokuz aylık döneminde yüzde 3,5 olan toplam perakende satışlardaki artış oranı bu yılın aynı döneminde yavaşlayarak yüzde 1,7 olarak gerçekleşmiştir.

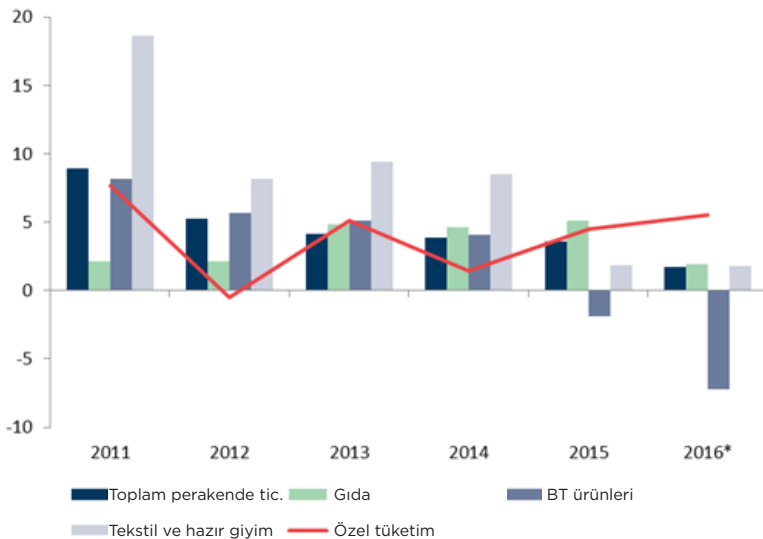
Yüksek faiz oranları sebebiyle kredi erişimdeki seyreklik devam etmektedir ve azalan tüketici güveni de perakende satışlarını aşağıya çekmektedir. İç güvenlik durumu ve bazı komşu ülkeler ile kötüleşen ilişkiler sebebiyle turizm

gelirlerinde yaşanan sert düşüş de perakende sektörünün perspektiflerini karartmaktadır.

Türk hanehalkları bütçelerinin yaklaşık yüzde 24'ünü gıdaya harcamaktadır ve böylelikle en büyük perakende alt sektörünü oluşturmaktadır. 2015 yılında 141,9 milyar liraya (neredeyse 52 milyar \$) ulaştıktan sonra, hanehalklarının gıda harcamalarının 2016 yılında 155,6 milyar liraya ve 2017 yılında 169,8 milyar liraya ulaşması beklenmektedir. Nominal bazda bu harcamayı arttığı görünse de, artış hızı yıllık bazda düşmektedir. Yaşamsal bir ihtiyaç olduğundan dolayı gıda harcamaları ekonomik krizlere karşı daha az kırılgan olmasına rağmen, tüketiciler yüksek enflasyon ve ekonomik belirsizlik dönemlerinde pahalı gıda ürünleri için harcamalarını azaltma eğilimi göstermektedir. Öte yandan, toplam hanehalkı harcamalarının sadece yüzde 7,4'ünü oluşturmaya rağmen, giyim ve ayakkabı harcamaları hızlı bir şekilde yükseldiği tahmin edilmektedir.

Giyim ve ayakkabı harcamasının 2016 yılında 40 milyar liraya, 2017 yılında ise 43,5 milyar liraya ulaşması bekleniyor. Bu pazar oldukça büyük bir çeşitlilik sergilemekte ve müşterilere çok fazla tercih yelpazesi sunmaktadır. Değişen yaşam tarzları ve kadın müşterilerin önemli bir bölümünün dünyadaki moda akımlarını yakından takip etmesi sebebiyle, bu ürünlere olan talebin devam etmesi beklenmektedir. Ancak ekonomideki yavaşlama ve yükselen enflasyonun alım gücü üzerindeki olumsuz etkileri sebebiyle artış hızı geçmiş dönemlere göre daha düşük olacaktır.

Grafik 6: Perakende ticaret ve bileşenlerindeki değişim (yıllık, %)



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu , IIF

*Ocak-Eylül 2016 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaşanan değişimi göstermektedir.

Tüketici elektroniği, bu ürünler tüketiciler tarafından yaşamsal bir ihtiyaç olarak algılanmadıkları için perakende sektörü içerisindeki en kırılgan alt sektör olarak görülmektedir. Ayrıca, çoğunlukla ithal edildiklerinden dolayı fiyatları liranın değer kaybına karşı yüksek derecede hassastır. Hanehalklarının görsel-işitsel ekipmanlar, fotoğraf makineleri ve bilgisayarlar için 2016 yılında 6,9 milyar lira, 2017 yılında da 7,61 milyar lira harcamaları beklenmektedir. Bu alt sektörde de, nominal bazdaki artışa rağmen, harcamadaki artış hızının yavaşlayarak 2016 yılında yüzde 15,9 ve 2017 yılında yüzde 10,9 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Perakendeciler için en büyük zorluk, tipik olarak yüksek düzeylerdeki işletme maliyetlerinden kaynaklanan düşük karlılık düzeyleridir. En büyük işletme maliyeti kaynağı da stok maliyetleridir. 2013 ile 2015 yılları arasında, ticari mal maliyeti net satışların yüzde 65,5'i düzeyinden yüzde 67,3'ü düzeyine yükselmiştir. Karlılığı düşüren bir başka faktör de özsermaye getirisinin yapısal zayıflığıdır. Özsermaye getirisi oranı 2013 ile 2015 arasında yüzde 25,9'dan yüzde 18,4'e düşmüş ve perakendecilerin çoğunluğunu işletmelerinin finansmanı için kredilere bağımlı hale getirmiştir.

Ancak ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımı süreci ile birlikte, Türkiye'ye uygulanan finansal koşullar da sıkılaşmaktadır. Türk lirası cinsinden ticari kredilerin faiz oranları 2013 yılında yüzde 10'lar seviyesinde iken 2016 itibarıyla neredeyse yüzde 14'e yükselmiştir. Bu durum açık bir şekilde şirketlerin borç yükünü arttırmaktadır. Avro ve/veya dolay cinsinden ticari kredi kullanmayı tercih edenler ise liradaki sert değer kaybından (2013 yılından bu yana karşısında yüzde 92, avro karşısında ise yüzde 55 değer kaybetmiştir) ağır bir şekilde etkilenmektedir.

Alişveriş merkezlerindeki veya büyük şehirlerin merkezi yerlerindeki kiralar genellikle avro veya dolar cinsinden belirlendiği için, liradaki sert değer kaybı kira maliyetlerini ağır bir şekilde etkilemektedir. Türkiye BMD tarafından yapılan açıklamaya göre, alışveriş merkezlerindeki kira maliyetleri son 1,5 ayda liradaki değer kaybı sebebiyle yüzde 15 artış kaydetmiştir⁹. **Yüksek borçluluk seviyesi de perakendecilerin kısa vadedeki finansal sağlığını etkilemektedir.** Kısa vadeli yükümlülüklerdeki sert artış sebebiyle işletme sermayeleri 2013 ile 2015 arasında 2,7 milyar liradan 2,3 milyar liraya düşmüştür. Bu durum kısa vadeli borçları çevirme kapasitelerinin sınırlı olduğunu, dolayısıyla finansal yapılarını kırılganlaştırabileceğini göstermektedir.

Bu faktörlere ek olarak, piyasa doygunluğu ve sert rekabet (müşterilere sunulan hizmetler ve indirimler yoluyla) de kar marjlarını düşürmüştür. Satış indirimleri 2013 yılında net satışların yüzde 4,9'u seviyesinde iken 2015 yılında yüzde 5,6'ya yükselmiştir. Bu eğilimin 2016 yılında da devam ettiği görülmekte ve perakendecilerin büyük bir bölümü karlarının azaldığını bildirmektedir

2016 yılının başında asgari ücretin yüzde 30 artması da temel olarak düşük ücretli işgücüne bağlı olan perakendecileri etkilemiştir. Bu artış şirketler tarafından ödenmesi gereken sosyal güvenlik primlerini ve güvenlik, yemek hizmetleri vs. gibi dışarıdan temin ettikleri bazı hizmetlerin maliyetlerinde de arttırmıştır. Bu durum e büyük etkiyi ücret artışlarını nihai tüketicilere yansıtmaya olanağı olmayan şirketlerin kar marjları üzerinde yaratmıştır.

Kısa vadede zorlu bir ortam görünüyor, ancak uzun vadede fırsatlar mevcut

Perakende sektörü uzun vadede önemli fırsatlar sunmasına rağmen, kısa vadede sıkı zorluklar ile karşı karşıyadır. İş faaliyetlerinin finansmanı için borçlanmaya bağımlı olan finansal yapısı sektörü liradaki daha fazla bir değer kaybı karşısında kırılgan hale getirmektedir (böyle bir olasılık merkez bankası üzerinde faiz oranlarını

yükseltmesi için baskı oluşturacak ve bu da tüm kredi türleri için faiz oranlarını yükseltecektir). Öte yandan, perakendecilerin döviz cinsinden ödedikleri kiralar hakkında geçici bir düzenleme yapılabileceğine dair yetkililer tarafından yapılan son açıklamalar perakendecilerin lirada bundan sonra meydana gelebilecek daha fazla zayıflama karşısında geçici de olsa korunması bakımından olumlu bir haber olarak görülebilir. Özet olarak, liranın değer kaybı, yüksek enflasyonun satın alma gücü üzerindeki etkileri ve siyasi belirsizlikler perakende sektörünün performansını baskılamaya devam edecektir.

Turist sayısındaki düşüş Türk perakendeciler için bir başka sorun teşkil etmektedir. Bazı raporlara göre, sektörün toplam cirosunun yaklaşık yüzde 5'inin turistlerin harcamalarından geldiği tahmin edilmektedir. 2017 yılında komşu ülkeler ile ilişkilerin iyileşmesi perakendecilerin daha önce satış hacimlerinde yaşadıkları kayıpları kısmen telafi etmelerine yardımcı olabilir.

Uzun vadede, perakende sektörü ülkedeki yüksek düzeydeki şehirleşmeden, online satışlar gibi yeni satış kanallarını destekleyen iyi altyapıdan, genç nüfus ve artan kişi başına düşen gelir gibi etkenlerden güçlü bir şekilde faydalanacaktır. Bu faktörlerin perakende sektörünün istikrarlı büyüme performansını desteklemesi beklenmektedir. Özellikle büyük şehirlerin çevresinde sektörün daha fazla büyümesi perakendecilerin yeni müşterilere erişmelerine imkan tanıyacaktır.

Türk perakendeciler aynı zamanda ülkenin Batı Avrupa ve Körfez ülkelerine yakınlığı yoluyla coğrafi konumundan da yararlanmaktadır. 2016 yılında gelen toplam turist sayısında azalma kaydedilmiş olmasına rağmen, Körfez İşbirliği Konseyi (GCC) ülkelerinden gelen turist sayısı Ocak-Ekim 2016 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 28,6 artış kaydetmiştir. Zengin turistlerin ülkeye çekilmesi perakendecilerin özellikle orta - yüksek fiyatlı ürün segmentlerinde satış yapmasına imkan tanımaktadır.

Otomotiv: iç pazarda hafif bir azalma yaşanırken dış koşullar destekleyici

Türk otomotiv sektörü iç satışlarda 2016 yılında bir önceki yıla göre azalma kaydetmiştir. Yılın ilk on aylık bölümünde, toplam satışlar 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 3 azalmıştır. Bu azalma temel olarak Ocak-Ekim 2016 döneminde ticari alt kategorideki satışları yıllık bazda yüzde 12,3 daraltan ekonomik faaliyetteki yavaşlamadan kaynaklanmıştır.

Aynı dönemde binek otomobil satışları tüketici

9) AVM'ciler kiralarda bir çözüm bulamıyor, 30 Kasım 2016, Sözcü

güvenini aşağıya çeken ve satın alma kararlarını ertelemelerine yol açan bazı olumsuz faktörlere (zayıflayan kur, siyasi belirsizlikler, yüksek enflasyon ve işsizlik, vs.) rağmen **yüzde 1 artmıştır**.

Yılın ilk 10 aylık döneminde üretim hacmi şimdiye kadarki en yüksek miktar olan 1 milyon 179 bin adete çıkmıştır. Ticari araç satışlarındaki düşüşe rağmen, binek otomobil talebi otomotiv üretimini desteklemiştir.

İç pazardaki hafif daralmaya rağmen, Türkiye'nin otomotiv üreticileri Avrupa'daki toparlanmadan yararlanmıştır. 2016 yılının ilk 9 aylık döneminde, AB-28 ve EFTA ülkelerinden gelen otomotiv talebi bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,4 artış kaydetmiştir¹⁰.

Ocak-Ekim 2016 döneminde, Türkiye'nin otomobil ihracatı 2015 yılının aynı dönemine göre yüzde 10,8 artış kaydetmiştir. Aynı dönemde, Almanya'ya yapılan ihracat yüzde 16,9, İtalya'ya yapılan ihracat yüzde 11,4 ve Fransa'ya yapılan ihracat yüzde 10,3 artış kaydetmiştir. Avrupa ekonomisinde devam etmekte olan toparlanmanın 2017 yılında otomotiv satışlarını ve üretim hacimlerini desteklemesi beklenmektedir. Son dönemlerdeki mücadelelerine rağmen, Türkiye'nin halen dünyanın 15. büyük ve Avrupa'nın 5. büyük otomotiv üreticisi konumunda olduğunun altını çizmek gerekir.

2017 yılında, otomotiv sektörü için en büyük zorluklar yeni uygulamaya konulan düzenlemeler ve liradaki dalgalanmalar ile ilgili olacaktır. Yerli

otomotiv piyasasında ithalat oranının Ocak-Ekim döneminde yüzde 76 düzeyinde olduğu düşünüldüğünde, lirada son zamanlarda yaşanan değer kaybı önümüzdeki dönemde fiyatlarda yukarı yönlü baskı oluşturabilir. Düzenleme tarafında ise, Kasım ayının sonlarında Türkiye yüksek fiyatlı otomobiller için özel tüketim vergisi oranını arttırmıştır. Yeni oranda motor silindir hacimleri ile birlikte fiyat aralıkları da dikkate alınmaktadır. Yeni sistemin nihai satış fiyatlarını arttırdığından dolayı lüks araç satışlarını baskılaması beklenmektedir.

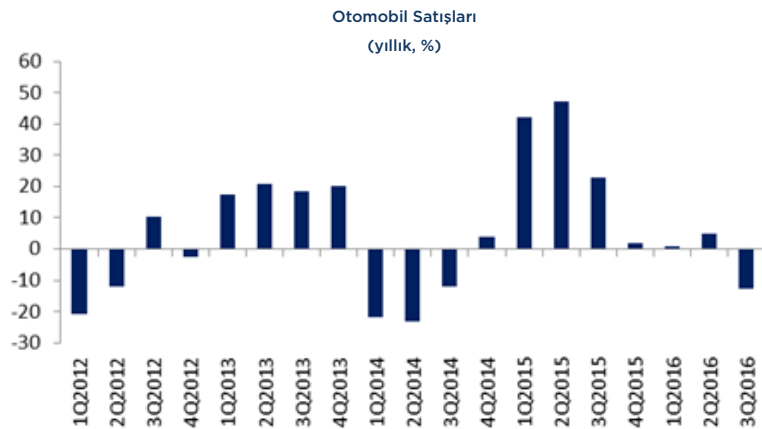
Tüketicilerin ve özel sektörün artan finansal yükümlülükleri ile birlikte bu yeni vergi yeni satışları kısıtlayabilir. Otomobil üreticileri ve ekipman imalatçıları iç satışlardaki olası bir azalmayı Avrupa piyasasındaki yeni fırsatlar arayarak telafi etmeyi düşünebilir. Avrupa'daki toparlanmanın 2017 yılında Türk ihracatçıları için talep artışını desteklemeye devam etmesi beklenmektedir.

Ayrıca, zayıflayan lira ihracatçılara bir rekabet avantajı sağlamakta ve Türk ihracatını avro bazında daha ucuz hale getirmektedir. Diğer yandan, otomotiv sektörünün ithal bileşenlere olan bağımlılığının yüzde 50'nin üzerinde olması kazanımlarını bir miktar düşürebilir.

İran üzerindeki uluslararası yaptırımların kaldırılması üreticiler için yeni bir pazar sunabilir. 2015 itibariyle ürettiği araçların yüzde 71'ini ihraç eden Türk otomotiv sektörü yüksek düzeyde ihracat odaklıdır. İran'ın otomobil talebinin 2016 - 2020 arasındaki dönemde yıllık ortalama yüzde 12,6 oranında artması beklenmektedir¹¹. Bu durum Türk otomotiv üreticileri için satış ve yatırım bakımından iyi fırsatlar sunmaktadır. Türkiye'nin otomotiv üreticilerinin çoğu ABD ve Avrupa'da kurulu şirketlerin kontrolü veya mülkiyeti altında olduğu için, yaptırımların kaldırılması bunların daha önce faydalanamadıkları İran pazarına serbest bir şekilde girmelerine olanak tanıyacaktır.

ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımı süreci Türkiye de dahil olmak üzere yükselen piyasalardaki para politikalarının önemli bir belirleyicisi olacaktır. Liranın daha fazla değer kaybetmesi TCMB'yi daha fazla faiz arttırmaya itebilir ve bu da Ağustos 2015 - Ağustos 2016 arasındaki ortalama yüzde 14 düzeyinden Kasım 2016 ortası itibariyle yüzde 13,5'e düşmüş olan taşıt kredilerinin faiz oranlarını yükseltebilir. Diğer yandan, cansız yatırım iştahı, iş dünyasındaki azalan güven duygusu ve şirketlerin fazla masraflarını kısma eğilimi -taşıtlarının yenilenmesi dahil olmak üzere- gibi faktörler de 2017 yılında ticari araç satışlarını baskılayabilir.

Grafik 7: Türkiye toplam araç satışları



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri Derneği (ODD)

10) Avrupa Otomotiv Piyasası, Ekim 2016, Otomotiv Distribütörleri Derneği

11) Türkiye Otomotiv Raporu, 2016 4.Ç, BMI

ÇEKİNCE BEYANI

Bu belge yazıldığı tarihte mevcut bilgilere göre katılımcıların görüş ve düşüncelerini yansıtan, Coface tarafından hazırlanmış bir özetdir. Herhangi bir zamanda değiştirilebilir. Bu belgede yer alan bilgi, analiz ve görüşler, tartışılan konulara ilişkin kendi anlayış ve yorumlarımıza dayalı olarak derlenmiştir. Bununla birlikte, Coface hiçbir koşulda, içerdiği verilerin doğruluğunu, tamlığını veya gerçekliğini garanti etmez. Bilgi, analiz ve görüşler sadece bilgi verme amaçlıdır ve okuyucunun başka yerlerde bulabileceği bilgileri destekleyici niteliktedir. Coface'ın araçsal bir sorumluluk dışında hiçbir sonuca dayalı sorumluluğu bulunmamaktadır ve bu belgedeki bilgi, analiz ve görüşlerin yorumlanmasından kaynaklı zararlardan herhangi bir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu belge ve içeriğindeki analizler ve görüşler Coface'ın mülkiyetindedir. Okuyucu verileri bozmamak ve değiştirmemek kaydıyla, Coface'ın adını açıkça belirterek ve yalnızca dahili kullanım için görüntüleyebilir veya çoğaltabilir. Coface'ın önceden izni alınmadan kamuya açık veya ticari kullanım için özetlenmesi ve çoğaltılması yasaktır. Yasal uyarlar için Coface web sitesine bakınız..

Fotoğraf : Fotolia

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
CS 20003
92276 Bois-Colombes
France
www.coface.com

