

## Makroskop

7 - 13 Temmuz 2008

# Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu

Haluk Bürümcekçi (Yönetici Direktör)  
Tel: 0212 318 34 49  
Email: haluk.burumcekci@fortis.com.tr

H. Erkin Işık, CFA (Yönetici)  
Tel: 0212 318 34 05  
Email: erkin.isik@fortis.com.tr

Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

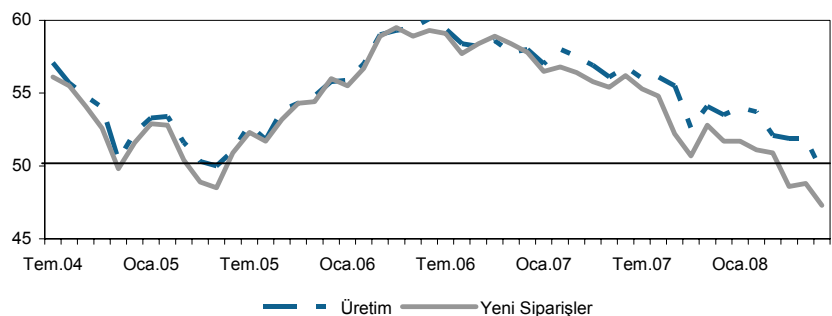
Email: arastirma@fortis.com.tr  
Tel: 0212 272 79 98  
Fax: 0212 275 44 05

## Hava Ağır, Bize Kahr...

Yılın ilk yarısı biterken küresel kredi krizi de birinci yılını doldurdu. Dolayısı ile, hasar tespiti yapmak için iyi bir zaman gibi görünüyor. Finansal göstergelere bakınca Türkiye'nin krizden en olumsuz etkilenen ülkelerin başında geldiğini söyleyebilirsek de, ihracata, iç talebe yani genel olarak ekonomik aktiviteye baktığımızda benzer bir yansımayı henüz görememekteyiz. Türkiye'nin kendine özgü riskleri artırmak için tüm çabalarına rağmen böyle bir görüntü vermesi gelişmenin çarpıcılığını artırıyor. Ancak bu bizi rahatlatmamalı....

Türkiye ekonomisinin şoklara karşı dayanıklılığını geçmişe göre belirgin olarak artırdığı açıktır ama kırılganlıkların ortadan kalktığını ve yapısal problemlere çözüm getirildiğini de söyleyemeyiz. Tersine son dönemdeki global ve lokal gelişmelerin % 4.5 düzeyinde olan büyüme tahminimiz üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırdığını düşünüyoruz. Özellikle, Euro Bölgesi öncü aktivite göstergesi PMI endeksinin Haziran ayında genişleme ve daralma döngülerini ayıran kritik 50 seviyesinin altına inmesi, durgunluğun Avrupa sınırlarından da içeri girmekte olduğunu düşündürmüştür. Bu ise, 2008 yılına girerken dikkat çektiğimiz bir riski canlandırabilir. Hatırlatmak gerekirse, gelişmiş ülkelerde büyüme hızını belirgin olarak yavaşlatacak bir çalkantının bize yansımalarının finansal göstergeler (portföy) kanalından hemen, ticaret kanalında Avrupa'ya bağlı olarak ve kredi kanalında ise geniş bir zamana yayılarak görüleceğine değinmiştik. Artan iç risklerin katkısı olsa da, borsada % 40'a varan düşüş, faizlerin 2006 yılı seviyelerine ulaşması ve YTL'de % 10 civarı bir değer kaybı ilk kanaldan aktarımın beklediğimiz gibi hemen gerçekleştiğini yansıtmıştır. İlk aylarda büyümede belirgin yavaşlama sadece ABD'de yaşandığından ticaret kanalından bize bir yansıma olmamış, yarıdan fazlasının Avrupa'ya gittiği ihracat ilk yarıda % 36 gibi önemli bir büyüme göstermiştir. Bu gelişme sanayi üretimine de çok önemli bir destek vermiştir. Bu nedenle, Haziran ayındaki gerilemenin devamının gelip gelmeyeceği çok önemli olacaktır.

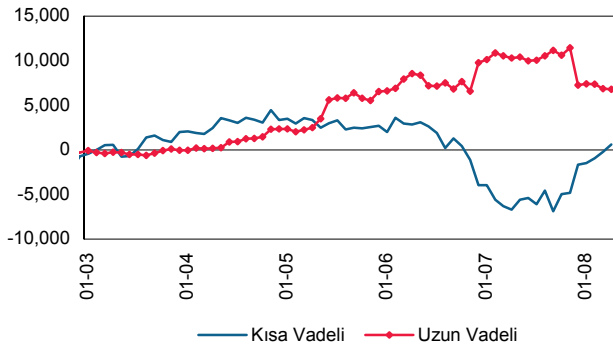
Euro Bölgesi İmalat Sanayi PMI Endeksi



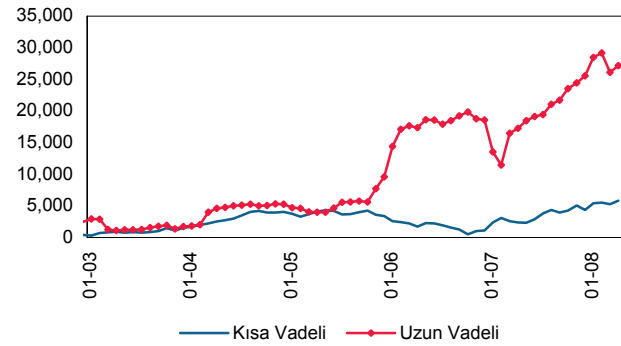
Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kredi kanalında da riskler realize olmamış ancak olanca ağırlığıyla devam etmektedir. ABD ve Avrupa’da finansal kurumların kredi kullandırma standartları krizden beri belirgin olarak sıkılaştırılmıştır. Bunun şirketlerin doğrudan gerçekleştirdikleri dış borçlanmalara ve bankalar aracılığıyla gerçekleşen borçlanmalara yansımaları olacak ancak bu etki gecikmeli ve zamana yayılacak şekilde gerçekleşecektir. Nitekim, ilk dört ayın ödemeler dengesi verileri, özel sektörün tamamı uzun vadeli 9.5 mlr dolar net dış borçlanma (kullanım ve geri ödeme farkı) gerçekleştirdiğini, bankaların ise aynı dönemde 3.1 mlr dolar kaynak bulunduğunu yansıtmaktadır. Yani kredi akımlarında henüz belirgin bir zayıflama gözlenmemiştir. Bu aynı zamanda düzenli olarak hesaplayıp yayınladığımız şirketler kesimi döviz açık pozisyonunun ilk çeyrekte de önemli artış gösterdiğini ve kur riskinin rekor düzeylere çıktığını yansıtmaktadır. **Cari açığın finansmanında en önemli unsur haline gelen kredi akımlarının bu görünümü koruyup korumayacağı, bize göre kısa-orta vadede Türkiye ekonomisi ve piyasaları açısından en az portföy akımları ya da doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) kadar kritik önem taşımaktadır.**

Bankaların Dış Kredi Kullanımı (Net, Son 12 ay kümülatif, mn US\$)



Özel Sektör Dış Kredi Kullanımı (Net, Son 12 ay kümülatif, mn US\$)



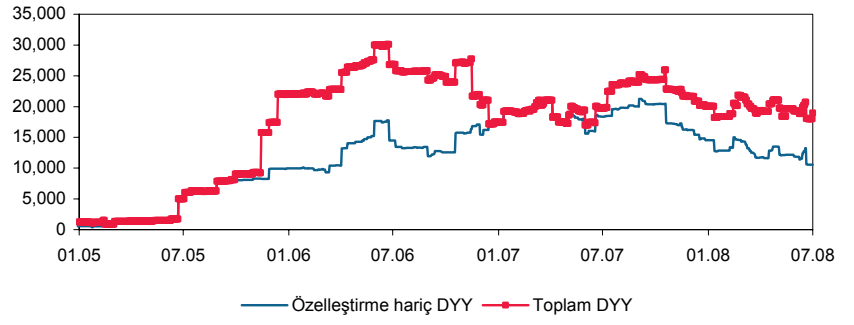
(\*) belirten finans kurumlarının oranı. Kaynak: TCMB, BDDK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Öte yandan, 3 mlr dolar civarındaki gayrimenkul alımları dahil olmak üzere son iki yılda 20 mlr dolar seviyesinde gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar, cari açığın finansmanının daha sağlıklı ve sürdürülebilir olmasına katkı yapmıştır.

**Küresel kredi daralması şirket satınalma işlemleri için gerekli olan finansmanın daha zor koşullarda elde edilmesini getirerek bu kanaldaki akımları zayıflatır. Burada trendler açısından önemli olan, son yıllarda olduğu gibi özel sektör şirketlerine olan ilginin korunabilmesi ve farklı sektörlerde yaygınlaşabilmesidir. Zira, özelleştirme gelirleriyle ulaşılabilecek hedefler kalıcı olmayacaktır.**

Ocak-Nisan döneminde DYY girişleri geçen yılın aynı dönemine göre belirgin bir düşüşle 5.3 mlr dolara, son bir yıllık giriş ise 17.2 mlr dolara gerilemiş, önceki yıllara benzer rakamlara ulaşma konusunda endişeleri artırmıştır. Aslında, ödemeler dengesinden izlenen veriler şirket alımlarının nakit girişlerini temsil ettiğinden DYY trendleri açısından zaman zaman yanıltıcı izlenim verebilmektedir. Örneğin; geçen yıl Ocak ayında Türk Telekom alımı için peşin ödeme kararı alınmış ve bir aylık giriş 5.4 mlr dolar olmuştu. Yani DYY’deki düşüşe bu yıl böyle büyük bir nakit girişinin olmaması neden olmuştur. Bu nedenle, biz DYY trendlerini nakit hareketlerinden izlemek yerine satınalma anlaşmalarının ilanlarından izlemeyi tercih ediyoruz. Türkiye’de doğrudan yatırım alanında yabancı ilgisini izleme olanağı veren DealWatch verileri, **Ekim 2007’de 26.5 mlr dolara ulaştıktan sonra düşüş trendine giren 12 aylık toplam DYY işlemlerinin, Haziran’da 18.9 mlr dolara gerilediğine işaret etmektedir.** Bu düşüş, küresel eğilimlere paralel gerçekleşirken, dünyadaki toplam birleşme ve satın alma işlemlerinin yılın ilk yarısında geçen yılın benzer döneminin ancak yaklaşık 2/3’sine ulaşabilmesine karşın, Türkiye için benzer karşılaştırma, alıcıların yabancı olduğu birleşme ve satın alma işlemlerindeki daralmanın % 9.3 ile daha sınırlı olduğuna ve **Türkiye’nin DYY alanında hala ilgi gördüğüne** işaret etmektedir. Diğer yandan, bu sınırlı gibi görünen gerilemenin dış finansmanda oynadığı roldeki bozulma daha belirgindir.

Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) Girişleri (Son 12 Ay Kümülatif, mln US\$)



Kaynak: DealWatch, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Dikkat edilirse, kredi ve DYY kanallarında eğilimler yavaş bir şekilde oluşmakta ve değişimler uzun zaman alabilmektedir. Bu durum, portföy ve ticaret kanallarında şokla karşılaşan bir ülkenin bile, uyguladığı politikalardan büyük bir sapma içine girip yatırımcı güvenini tamamen kaybetmezse, ilk şoku yumuşatmasına ve reel ekonomiye olası yansımalarını zamanla sönmülmesine yardımcı olacaktır.

Kısacası, son dönemin global ve lokal verileri ve gelişmeleri Türkiye ekonomisinin geçen yıl girdiği trend altı büyüme döneminde daha uzun süre kalması riskini artırmıştır. Bu sürecin daha derinleşip derinleşmeyeceği ise, kredi ve DYY kanallarında zaman içinde gözlenebilecek olumsuz eğilimlerin gücüne bağlı olacaktır. Portföy ve ticaret kanallarında gözlenen olumsuzluklar risk algılamasını artırarak bu kritik kanallar üzerindeki aşağı yönlü riskin büyümesini getirmiştir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde Merkez Bankası'nın Temmuz'un birinci dönemi için açıklayacağı Beklenti Anketi en önemli gelişme olarak görünüyor.
- Yurtdışında ise ABD'de konut verisi ve Michigan Tüketici Güven Endeksi ön planda olacaktır. Bu hafta ayrıca, İngiltere Merkez Bankası'nın faizi sabit bırakması bekleniyor. Salı günü ise Fed Başkanı Bernanke'nin konuşması izlenecek.
- Hazine, bu hafta piyasaya yapacağı 1.1 mlr YTL iftası öncesinde ihale düzenlemeyecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	Cari Açık, May.	US\$ mln	7 - 11 Tem., 17:00	4,100	4,600
Orta	Sanayi Üretimi, May.	% yıllık	8 Tem., 10:00	3.0	2.9
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Haz.	YTL mlr	8 Tem., 17:30	- 1.1	-
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Tem I.	-	9 Tem.	-	-
Orta	CNBC-e Tüketim End., Haz.	-	10 Tem., 9:00	-	-
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Haz.	%	10 Tem., 10:00	-	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, May.	% aylık	8 Tem., 17:00	-2.2
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası Faiz Kararı, Tem.	-	10 Tem., 14:00	değişim beklenmiyor
Orta	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Haz.	%	11 Tem., 15:30	0.5 & 1.8
Zayıf	ABD	Dış Ticaret Dengesi, May.	US\$ mlr	11 Tem., 15:30	-62.0
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. Endek., Tem.	-	11 Tem, 16:55	56.0

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	756.4	812.9	880.9
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE ( yıllık %)	5.9	13.0	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	11.0	8.2	7.3
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-78.6	-92.2	-99.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	138.5	154.7	172.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	217.1	246.9	271.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.6	-49.0	-56.3	-59.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.4	-6.9	-6.8

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	4 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2453	1.2500	1.2700	1.2950	1.3054	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.9777	1.9650	1.9680	1.9430	1.8930	1.9430	1.8500
Döviz Sepeti	3.2230	3.2150	3.2380	3.2380	3.1984	3.2380	3.1600
EUR/USD	1.5881	1.5720	1.5500	1.5000	1.4500	1.5000	1.4100
O/N	16.25%	16.75%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	16.75%
Gösterge Tahvil	22.45%	22.50%	21.50%	20.50%	19.50%	20.50%	19.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank, Fransa 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex Fransa Tel: +33 1 55 67 72 00
Fortis Bank Almanya Christophstrasse 33-37 50670 Cologne Almanya Tel: +49 221 161 13 30	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Polonya Tel: +48 22 566 90 00	Fortis Bank Portekiz Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portekiz Tel: +351 213 13 93 16	Fortis Bank Singapur 63 Market Street #21-01 Singapur 048942 Tel: +65 65 38 03 90	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

Bu bültende yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu bültendeki gerekse bu bültende kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden olduğu gibi bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan ve üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan, velhasıl her ne surette olursa olsun kullanımı olumsuz etkileyecek her türlü sonuçtan dolayı Fortis Bank AŞ veya Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin ve ayrıca her ne nam altında olursa olsun her ne akitle bağlı olursa olsun her türlü çalışana hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır, fonların portföylerinin geçmiş döneme ilişkin getirileri gelecek dönemlerin göstergesi olamaz. Katılma Paylarının değeri menkul kıymet piyasalarındaki şartlara göre her zaman iniş ve çıkışlar (dalgalanmalar) gösterebilir. Fevkalade değişken ve profesyonel bir piyasada oluşan işbu bilgiler, hiçbir surette gönderenleri ilzam etmez ve/veya sorumlu kılmaz. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.