

Makroskop

8 - 14 Eylül 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

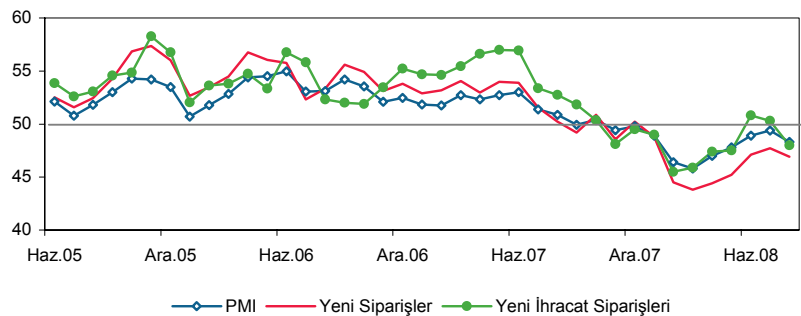
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Enflasyon Düşse de Tansiyon Düşmez!...

Geçtiğimiz hafta, gelişmiş ülkelerden sonra sıranın gelişmekte olan ülkeler ekonomilerinde olup olmadığına ilişkin belirsizliğin önemli bir endişe kaynağı haline geldiğini vurgulamış, dolayısı ile piyasalar için esas şokun, şimdiye kadar senaryolarda yer verilmeyen ve bu doğrultuda hiç fiyatlanmamış olan gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının belirgin olarak gerilemesi durumu olacağını belirtmiştik. Nitekim, hafta içinde açıklanan öncü ekonomik aktivite göstergesi PMI endeksleri, bir yandan zayıflığın dünya geneline yayılmaya başladığını yansıtırken, bir yandan da son yıllarda küresel büyümenin lokomotifine haline gelen bazı gelişmekte olan ülkelerde büyüme eğilimindeki zayıflamanın şiddetini artırdığına işaret etmiştir. Öyle ki, satınalma gücü paritesine göre dünya hasılasının yaklaşık % 30'unu, gelişmekte olan ülkeler grubunun ise yarından fazlasını temsil eden dört ülkeden (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) ikisinde (Rusya ve Çin) PMI endeksleri, uzun bir aradan sonra ilk kez Ağustos ayında, genişleme ve daralma dönemlerini ayıran kritik 50 seviyesinin altına inmiş bulunmaktadır. Halen kritik seviyenin üzerinde kalan diğer iki ülkeden Brezilya'da ise PMI son iki yılın en düşük seviyesi olan 51.1'e gerilemiş bulunurken, sadece Hindistan 57.9 seviyesindeki PMI ile ekonomik aktivitenin güçlü seyretmeye devam edeceğini düşündürmüştür. ABD'nin de Ağustos'ta yeniden kritik seviyenin altına inmesi, Avrupa ve Japonya'nın zaten altında olması ve gelişmekte olan ülkelerde yukarıda aktardığımız görünüm biraraya getirildiğinde, küresel büyümenin 2001 resesyonundan beri en sıkıntılı dönemini yaşadığı netleşmektedir. Henüz kesin konuşmak için erken olsa da, yeni bir küresel kriz deneyiminin daha bir zamanların gözde teması ayrışmanın (decoupling) belli koşullar altında pek de geçerli olmadığını göstermesi önemli bir çıkarım olmuştur. Elbette bu hakim zayıflama eğiliminin, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklı anlamları da olacaktır. Örneğin; Çin için gerçek bir daralmadan çok % 10'lar civarındaki ortalama büyüme hızının bir miktar altında kalınması anlamına gelecektir. Kısacası, gelişmiş ülkeler daralma, gelişmekte olan ülkeler ise trend-altı büyüme döngüsünde kalacaklardır.

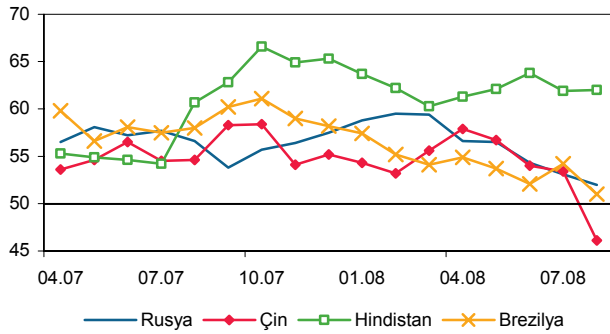
ABN AMRO Türk Satın Alma Yöneticisi Endeksi (PMI)



Türkiye'de ise trend-altı büyüme dönemine küresel kredi krizinden önce girilmiş olması, büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırmaktadır. Bu hafta ortasında açıklanacak olan ikinci çeyrek GSYH yıllık artışı anketlere göre % 3.6 seviyesinde, 2008 ve 2009 yılı büyümesi ise sırası ile % 4.1 ve % 4.7 olarak beklenmektedir. Bizim beklentimiz ortalama beklentinin bir miktar üzerinde olsa da, bu yöndeki gerçekleştirmeler 2007 yılından sonra ikinci yılda da büyümenin % 5'in altında kalacağını düşündürmektedir. İhracatın küresel risklere rağmen artış eğilimini sürdürmesi (ilk sekiz aylık dönemde % 35 yıllık artış) açıktır ki, çok daha kötü bir sonucu engellemiştir. Ancak reel büyüme için esas olan ihracat miktar artışlarında bir yavaşlama (ilk çeyrekte % 18.2 oranında artışa karşılık ikinci çeyrekte % 9.1) da gözlenmektedir. Bunun Avrupa'daki yavaşlamanın bir yansıması olup olmadığı ve önümüzdeki dönemde güçlenip güçlenmeyeceği büyümenin ulaşacağı dip nokta açısından kritik önemde olacaktır. Türkiye için hazırlanan PMI endeksinin ayrıntıları, yeni ihracat siparişlerinin son iki aydır düşüş eğilimine girdiğini yansıtmaktadır. Rapora göre, söz konusu endeks değişim olmayan 50 çizgisinin altına düşerek 48 olarak saptanmıştır ve ılımlı bir gerilemenin olduğuna işaret etmektedir. Yeni ihracat siparişleri, son on ayda sekiz kez düşüş göstermiştir. Firmalar, yurt dışından gelen siparişlerin azalmasının sebebi olarak küresel ekonomik yavaşlamayı göstermişlerdir.

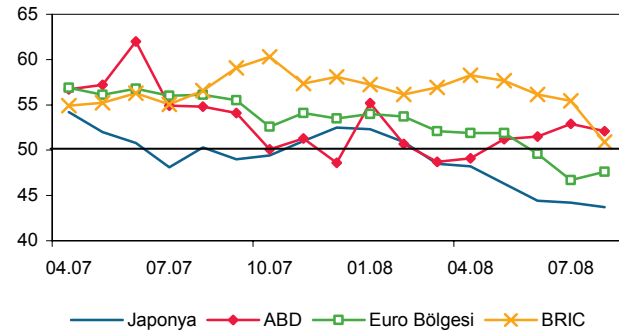
Normal şartlarda, böylesi bir küresel görünümün emtia fiyatları ve dış talep üzerinden dezenflasyona yardımcı olması, içeride ise tüketici ve yatırımcı güvenindeki zayıflığın iç talebi kontrol altında tutarak bu eğilimi güçlendirmesi beklenebilir. Böyle bir durumda, eğer merkez bankaları enflasyonda zirve noktasının geride bırakıldığını karar alıcılara gösterebilir ve ikna edebilirlerse, beklenenden daha önce para politikalarını gevşeterek ekonomik aktivitenin yardımına da koşabileceklerdir. Ancak bunun öncesinde büyümeye ilişkin algılamaların belirgin olarak bozulmasının risk algılamasını önemli ölçüde artırması tehlikesi de olacaktır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan piyasalardan büyük boyutlu fon çıkışlarına yol açarsa yukarıdaki gibi bir senaryonun hayata geçme şansı da düşük olacaktır.

BRIC Ülkelerinde PMI Üretim Eğilimi



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Gelişmiş Ülkeler ile Karşılaştırmalı Seyir

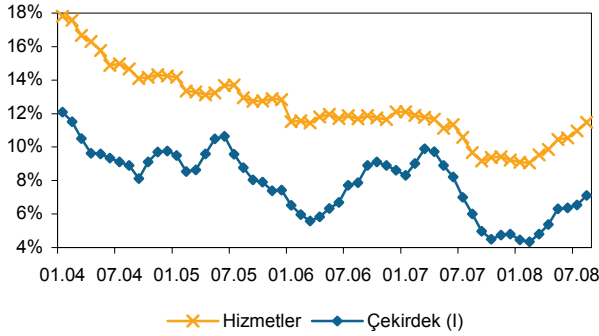


BRIC: Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin (Satınalma Gücü Paritesi ağırlıklı Ort.)

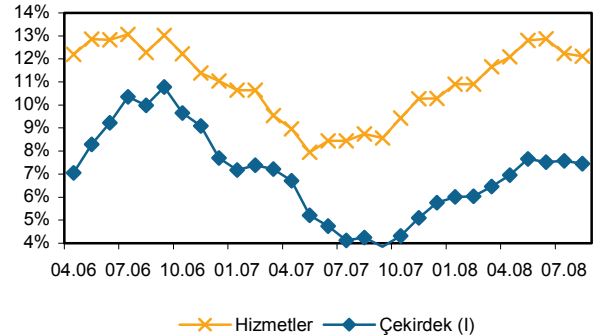
Bu bağlamda Ağustos ayında manşet enflasyonun (TÜFE) % 12.1'den % 11.8'e gerilemesi cesaret verici bir başlangıç olmuştur. Ayrıca petrol fiyatlarının bir kademe daha düşerek 105 dolara doğru yaklaşması ve enflasyonda etkili olan diğer emtia fiyatlarının (tarım ürünleri ve altın) düşmeye devam etmesi özellikle 2009 enflasyonu açısından ümit vericidir. Ancak, manşet enflasyondaki olası iyileşmeye karşılık temel eğilimi yansıtan çekirdek göstergelerde yükselişin sürmesi endişe kaynağı olmaya devam edebilir. Her ne kadar Merkez Bankası, artışın baz etkisinden kaynaklandığını ve mevsimsellikten arındırılmış rakamların temel eğilimin aşağı yönlü olduğuna işaret ettiğini söylese de, çekirdek fiyat göstergelerindeki yıllık artışın özellikle enerji-hammadde- gıda fiyatlarının ikincil etkileri ile devam etmesinin, hafife alınmaması gerektiğini düşünmekteyiz. Faizlerin yılsonuna doğru ölçülü bir şekilde indirilmeye başlanabilmesi için ise petrolün 100 dolar seviyelerine kalıcı şekilde gerilemesi, gıda fiyatlarındaki iyileşmenin devam etmesi ve son günlerde gelişmekte olan ülkelere yönelik zayıflayan risk iştahının kurlar üzerinde fazla bir etkisi olmaması gerekecektir.

Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz'ın enflasyon verileri sonrası gerçekleştirdiği sunumda yer alan bir cümle (Bir önceki toplantısında parasal sıkılaştırma eğilimine son veren Para Politikası Kurulu, verilere duyarlılığın bir yansıması olarak Eylül ayından itibaren ölçülü bir faiz indirimi de dahil olmak üzere bütün politika seçeneklerini dikkate alacaktır) Bankanın bu senaryoyu baz almaya yakın olduğunu düşündürmektedir. **Ancak, son yıllarda şu veya bu nedenle enflasyon hedeflerine ulaşamadaki başarısızlığın getirdiği krebilite eksikliği altında, piyasaların önünde gitmenin riskli bir strateji olduğunu düşünüyoruz.**

Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Yıllık değişim) (*)



Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri Eğilimi (Yıllık değişim) (**)



Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(*) Gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri, enerji ve altın hariç.

(**) Mevsimsellikten arındırılmış Hizmetler ve ÖKTG-I endeksinin aylık değişiminin yıllıklandırılmış hali (3 aylık hareketli ortalama)

Kısacası, hafta içinde açıklanan öncü ekonomik aktivite göstergeleri, bir yandan zayıflığın dünya geneline yayılmaya başladığını yansıtırken, bir yandan da son yıllarda küresel büyümenin lokomotifine haline gelen bazı gelişmekte olan ülkelerde büyüme eğilimindeki zayıflamanın şiddetini artırdığına işaret etmiştir. Küresel büyümenin 2001 resesyonundan beri en sıkıntılı dönemini yaşadığı netleşirken, Türkiye'de ise trend-altı büyüme dönemine küresel kredi krizinden önce girilmiş olması, büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırmaktadır. Normal şartlarda, böylesi bir küresel görünümün emtia fiyatları ve dış talep üzerinden dezenflasyona yardımcı olması, içeride ise tüketici ve yatırımcı güvenindeki zayıflığın iç talebi kontrol altında tutarak bu eğilimi güçlendirmesi beklenebilir. Ama normal bir dönemde olduğumuzu kim söyleyebilir ?...

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta Merkez Bankası Beklenti Anketi, 2. çeyrek büyüme ve cari açık verileri, ekonomik görünüme ilişkin yeni sinyaller vererek piyasaların yönünü belirlemede etkili olabilir.
- Yurtdışında ise ABD'de gözler ÜFE rakamları ve perakende satışlarında olacak.
- Hazine Çarşamba günü 2.7 mlr YTL'si piyasaya olmak üzere toplam 3.5 mlr YTL'lik iftası öncesinde, Salı günü 6 aylık referans bono ve 14.04.2010 vadeli gösterge tahvil ihraç edecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Orta	Sanayi Üretimi, Tem.	% yıllık	8 Eyl., 10:00	2.0 (2.0)
Yüksek	Cari Açık, Tem.	US\$ mln	8 - 12 Eyl., 17:00	4,523 (4,650)
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Ağu.	YTL ml	9 Eyl., 17:30	(12.6)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Eyl.I	-	9 Eyl.	-
Yüksek	Büyüme, 2Ç	% çeyreklik	10 Eyl., 10:00	3.6 (4.1)
Orta	CNBC-e Tüketim End., Ağu.	-	10 Eyl., 10:00	-
Orta	Mer. Hük. Bütçesi FDF, Tem.-Ağu.	YTL mln	10 - 15 Eyl.	-
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Ağu.	%	11 Eyl., 10:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Tem.	% aylık	9 Eyl., 17:00	-2.0
Orta	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ağu.	%	11 Eyl., 15:30	0.4 & -1.0
Yüksek	ABD	Dış Ticaret Açığı, Tem.	US\$ mlr	11 Eyl., 15:30	-58.0
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ağu.	% aylık	12 Eyl., 15:30	0.2 & -0.2
Yüksek	ABD	Perak. Satış. Toplam & Oto. Hariç, Ağu.	% aylık	12 Eyl., 15:30	0.2 & 0.0
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Eyl.	-	12 Eyl., 16:55	63.7

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	787.7	832.1	887.7
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	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-82.7	-91.3	-98.1
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	139.4	155.6	173.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	222.1	246.9	271.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.8	-55.0	-56.4	-60.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-7.0	-6.8	-6.8

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	5 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2130	1.2400	1.2600	1.3000	1.2900	1.2800	1.3200
EUR/YTL	1.7594	1.8100	1.8300	1.8500	1.7800	1.8400	1.8200
Döviz Sepeti	2.9724	3.0500	3.0900	3.1500	3.0700	3.1200	3.1400
EUR/USD	1.4505	1.4600	1.4500	1.4200	1.3800	1.4400	1.3800
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.25%	15.00%	16.75%	14.50%
Gösterge Tahvil	19.10%	19.00%	18.40%	17.80%	16.40%	18.20%	16.00%

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 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd 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.