

## Makroskop

12 - 18 Ocak 2009

# 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

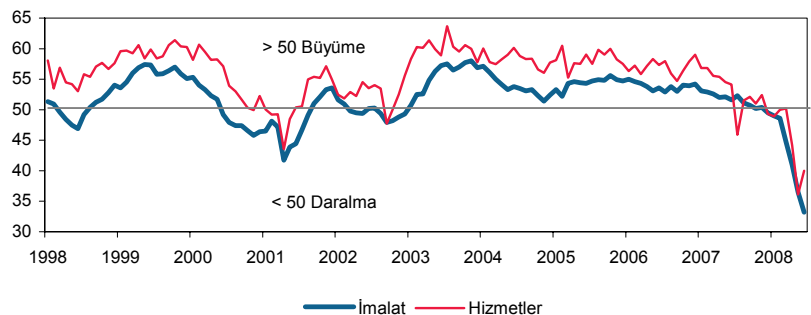
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Tüketmeyerek Tüketmek...

Küresel ekonomilere ilişkin kötü veriler yeni yılda da gelmeye devam ederken, beklentilerde çitanın iyice aşağı çekilmesi nedeniyle gerçekleştirmeler beklentilerin üzerinde oluşmaya ya da en azından olumsuz sürpriz yapmamaya başlamıştır. Bu durum, piyasa aktörlerinin bu tür süreçlerdeki tipik algılama ve davranış kalıbına uyarken, piyasalarda toparlanma eğiliminin oluşması ve güç kazanması için ilk şartlardan birini temsil etmektedir. Karar alıcıların geriden gelen makro verilerle değil, her zaman mevcut duruma ilişkin algılamalarına ileriye yönelik beklentilerini katarak oluşturdukları baz senaryo çerçevesinde hareket ettikleri unutulmamalıdır. Bu yılın senaryosu ABD ekonomisinin Aralık 2007'de girdiği resesyonda dip noktasını Kasım-Aralık 2008'de gördüğü, bu noktadan sonra önce daralmanın boyutunun yavaş yavaş azaldığı sonra da ikinci yarından itibaren tekrar pozitif bölgeye geçildiği bir patika üzerine kurulmuştur. Dolayısı ile, verilerden bu algılamayı bozacak bir sürpriz gelmedikçe (\*) bu yöndeki pozisyonların korunması da söz konusu olacaktır. Ekonomik aktivitede, özellikle üretim tarafından gelen zayıf verilere fazla bir reaksiyon gösterilmemesinin bir diğer nedeni de, ekonomik döngülerin bu aşamasında imalat ve hizmetler sektörleri ile tüketici ve girişimci arasındaki farklı davranış eğilimlerinin gayet iyi bilinmesi olabilir. Zira, bir ekonomide güven kaybı ve risk algılaması ile başlayan zayıflık, tüketici ve yatırımcı arasındaki karmaşık etkileşim kanallarıyla dalga dalga genele yayılabilmektedir. Önce tüketici alım kararını ertelemekte, bu durum satışları azaltarak stoklarının yükselmesini ve nihayetinde üretimin azaltılmasını getirmektedir. Bu aşamada üretici önceliğini stokların eritilmesine vermekte önemli fiyat düşüşleri ile tüketimi canlandırmaya çalışmaktadır. Bu esnada hanehalkı bütçesini zorlayan enerji-gıda fiyat baskısı bulunmuyor ve hükümetten de mali destek (vergi indirimi) geliyor ise, perakende ve imalat verilerinin belirgin olarak farklılaşması söz konusu olurken, satışlarında kredi desteği yüksek olan sektörler (otomotiv, beyaz eşya, konut v.b) dışında ayrışma daha bariz gözlenir. Gelişmiş ülkelerin krizin tam da bu aşamasında olduğunu düşünüyoruz.

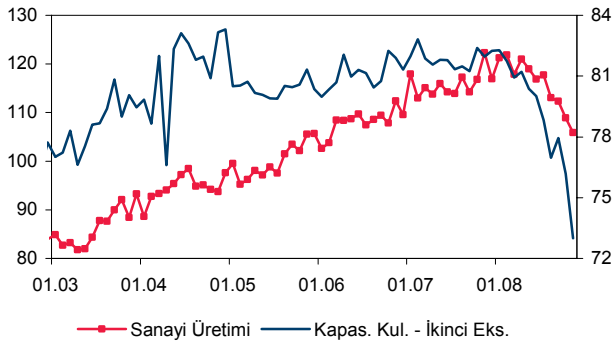
ABD Arz Yönetimi Enstitüsü (ISM) - Satınalma Yöneticisi Endeksi (PMI)



Son dönemde, gelişmiş ülkelerde tüketici güveninin dip noktalarından toparlanması, enflasyonda hızlı gerileme ve ekonomik aktivite öncü göstergelerinde imalat ve hizmetler sektörleri arasındaki farklılaşma, bu düşünceleri desteklemektedir. Fiyat ve diğer promosyonlarla sağlanan bu cansuyu çarkların yeniden dönmesi için önemli bir destek olurken, buradaki en büyük risk bu toparlanmanın kalıcı bir eğilime dönüşmemesi olacaktır. Bu nedenle, daha önce de vurguladığımız gibi ABD'de Başkan Obama tarafından hazırlanan destek paketinin (son haberler paketin 775 milyar dolar boyutunda olup 330 milyar dolarlık kısmının vergi iadesi şeklinde olduğunu yansıtır) ilk aşamada algılamayı ne yönde etkileyeceğini, sonrasında uygulamayla beraber ne oranda kalıcı bir tüketim sıçramasına dönüşeceğini, dikkatle izleyeceğiz.

Yurtdışı görünüm bu şekildeyken, Türkiye'nin doğal olarak krizden gecikmeli etkilenmesi nedeniyle döngünün yukarıda bahsettiğimiz aşamasına henüz gelmemiş olmamız yüksek ihtimaldir. Reel Kesim Güven Endeksi Aralık'ta bir sert düşüşe daha sahne olmuş, sanayi üretiminin Kasım'da yıllık bazda % 13.9 gerilediği açıklanmıştır. Aralık ayında otomobil satışlarının önceki yılın aynı ayına göre % 58 gerilemesi ve Ocak ayı ihracatına ilişkin öncü verilerde sert düşüşün devam etmesi, sanayi üretimindeki dip arayışının devam ettiğini düşündürmüştür. Buna karşılık, CNBC-e tarafından açıklanan tüketici güveninde ve tüketim eğilim endeksinde Aralık ayında toparlanma gözlenmiştir. Gerek finansal piyasalarda Kasım ortasından sonra dalgalanmanın azalması, gerekse enflasyonu da olumlu etkileyen son dönem fiyat indirimleri ve akaryakıt fiyatlarındaki gerilemeler, hanehalkı davranışını olumlu etkilemiş olabilir. Kredi kartı ile yapılan yılbaşı dönemi harcamaları da bu ihtimali güçlendirmektedir.

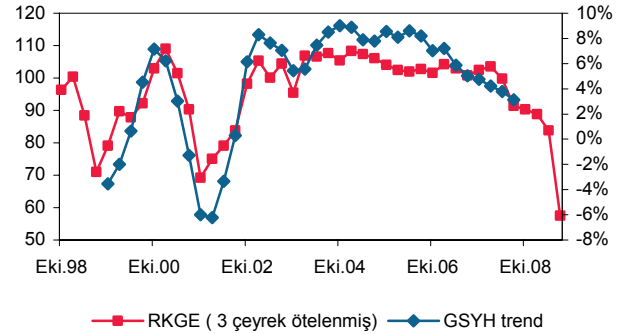
Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (Mevs. Düz.)



Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(\*) Mevsimsel düzeltilmiş son 4 çeyrek toplam değerinin yıllık değişim oranı.

Büyüme Eğilimi (\*) ve Reel Kesim Güven Endeksi (\*\*)



Kaynak: TCMB, TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(\*\*) Ağırlıklandırılmamış Reel Kesim Güven Endeksi, 3 çeyrek ötelenmiş

Bankalararası Kart Merkezi (BKM), 30-31 Aralık 2008 döneminde, kredi kartlarıyla 661.3 milyar TL tutarında harcama yapıldığını duyururken, 2007 yılının aynı tarihleri ile karşılaştırıldığında kredi kartı işlemlerinin cirosunda % 18 oranında artış olduğunu belirtmiştir. Bu dönemde cirodan en büyük payı % 31 ile market, alışveriş merkezleri, giyim ve aksesuar alışverişlerini kapsayan perakende sektörü almıştır. Bu durumun, Türkiye'nin perakende satış endeksi olarak kabul edebileceğimiz ve 12 Ocak'ta açıklanacak CNBC-e Tüketim Endeksi'ne nasıl yansıdığı önemli olacaktır. Fiyat etkisinden arındırılmış gerçek satış verilerinden oluşturulan endeksin, mevsimsel düzeltilmiş rakamları açıklansa da, yıllık değişimini izlemek de anlamlıdır. Endeksin BKM verilerinden en önemli farkı, kredi kartı ile gerçekleşmeyen konut ve otomobil satışlarını da içermesidir. Bu alanlarda bankacılık sektörü kredi hacminin Ekim'den beri daraldığı dikkate alındığında Tüketim Endeksi sonuçlarının daha olumsuz bir tablo çizmesi normal görünmektedir. Bu endeks Ekim ve Kasım aylarında yıllık bazda sırası ile % 4.8 ve % 10.3 oranında daralma göstermişti. Dolayısı ile, Aralık'ta daralmanın boyutunun artmaması bile olumlu sayacağımız bir sinyal olacaktır. Ancak böyle bir gelişme gözlenirse bile, tüketim harcamalarına gelişmiş ülkelerdekine benzer bir doping (vergi iadesi, vergi indirimi v.b) verilmesini beklemediğimizden, buradaki seyir daha ziyade tüketicinin risk algılamasına ve

ileriye yönelik güven durumuna bağılı olacaktır. Bu bağlamda kritik unsurlar ise, yurtdışı görünüm ve yeni IMF programı uygulaması olacaktır. Dolayısı ile, tüketici güveninde Aralık'ta gözlenen toparlanma korunabilirse, bu durum harcamaları yavaş yavaş olumlu etkilerken, yurtiçi satışlardaki yükseliş de üretim daralmasının sınırlandırılmasına yardımcı olacaktır.

Sonuç olarak, yeni yıla en azından makro verilerde kötüye gidişte istikrar kazanıldığı ve beklenti çıtasının iyice aşağı çekilmesiyle verilerde olumsuz sürpriz olasılığının azaldığı gibi, toparlanmanın temel unsurlarını içeren bir zihin kurgusunun hakimiyetinde girilmiştir. Kötü verilere karşı kazanılan bağısıklıkta, ekonomik döngülerin bu aşamasında imalat ve hizmetler sektörleri ile tüketici ve girişimci davranış eğilimlerinin farklılaşacağıının bilinmesi de etkilidir. Üreticiler önceliği stokların eritilmesine vermekte, önemli fiyat düşüşleri ile tüketimi canlandırmaya çalışmaktadır. Bu ise kısa vadede üretimin azalmasına tüketimin ise artmasına neden olmaktadır. Gerek içeride gerekse dışarıda gözlenen tüketici güveni artışı ve perakende sektöründe görülen göreceli toparlanmanın kalıcı bir eğilime dönüşmemesi, genel görünüm açısından en önemli risktir.

(\*) Aralık ayında özel sektör istihdamının 693 bin kişi azaldığını gösteren ADP şirketi verileri, Cuma günü açıklanacak tarım-dışı istihdam azalışı üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırmıştır. Her ne kadar beklentiler arada geçen iki günlük süreçte yenilenebilecek olsa da, böylesi bir gelişme son dönemlerin en önemli veri sürprizi olarak da görülebilir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Perşembe günü Merkez Bankası'nın vereceği faiz kararı, bu haftanın en önemli gelişmesi olarak görünüyor. Piyasada ortalama beklenti 75 baz puana işaret ediyor. Bizim de beklentimiz bu yönde. Hazine 14 Ocak'ta gerçekleştireceği 5.1 mlr TL'lik iftası öncesinde 12 Ocak'ta 6 ay vadeli bono, 13 Ocak'ta ise 3.11.2010 vadeli yeni gösterge tahvil ile 5 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihraç edecek.
- Yurtdışına bakarsak, ABD'de enflasyon, perakende satışlar ve Philadelphia Fed izlenmesi gereken başlıca veriler olacak. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın faiz kararı izlenecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Ara.	-	12 Ocak, 9:00	-
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Ara.	%	12 Ocak, 10:00	(69.9)
Yüksek	Cari Denge, Kas.	US\$ mln	12 Ocak, 17:00	-1,300 (-1,281)
Zayıf	İşsizlik Oranı, Ekim	%	15 Ocak, 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Ocak	baz puan	15 Ocak, 19:00	-75 (-78)
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Ara.	-	16 Ocak, 10:00	-
Orta	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, Ara.	TL mln	12 - 16 Ocak	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Kas.	US\$ mlr	13 Ocak, 15:30	-54.5
Orta	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi, Kas.	% yıllık	14 Ocak, 12:00	-
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ara.	%	14 Ocak, 15:30	-2.0 & -5.0
Yüksek	ABD	Perakende Satış. Top. & Oto.Hariç, Ara.	% aylık	14 Ocak, 15:30	-1.2 & -1.2
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı, Ocak	baz puan	15 Ocak, 14:45	-50
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ara.	% aylık	15 Ocak, 15:30	0.1 & -1.8
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Ocak	-	15 Ocak, 17:00	-32.3
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ara.	% aylık	16 Ocak, 15:30	0.1 & -0.9
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Ara.	%	16 Ocak, 16:15	74.7
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Ara.	% aylık	16 Ocak, 16:15	-0.8
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ocak	-	16 Ocak, 16:55	60.0

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	992.4	1,102.8	1,203.6
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	753.2	709.8	807.1
GSYİH büyümesi	4.6	1.5	1.5	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	10.1	6.5	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.6	-50.5	-58.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	131.5	141.4	155.5
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.1	191.9	213.9
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-37.7	-42.2	-22.3	-28.0
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.6	-3.1	-3.5

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	9 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5462	1.5500	1.6500	1.6000	1.6000	1.6000	1.5000
EUR/TL	2.1003	2.0770	2.1450	2.0800	2.0800	2.0800	1.9800
Döviz Sepeti	3.6465	3.6270	3.7950	3.6800	3.6800	3.6800	3.4800
EUR/USD	1.3584	1.3400	1.3000	1.3000	1.3000	1.3000	1.3200
O/N	15.00%	14.25%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	14.50%
Gösterge Tahvil	16.30%	15.60%	15.90%	15.90%	14.90%	14.90%	16.60%

---

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 42 1	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: +90 212 318 38 38
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 çalışanı 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.