

Makroskop

13 - 19 Temmuz 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

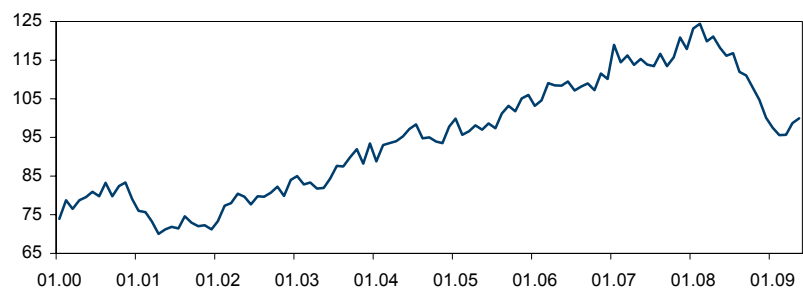
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Öldürmez Ama Süründürür...

Mayıs ayı sanayi üretim verileri, bir çok sektörde vergi indirimleri ile yurtiçi satışlarda görülen toparlanmaya rağmen dış satım olmadan üretimdeki toparlanmanın zayıf kalacağını bir kere daha göstermiş, resesyondan çıkışın yavaş olacağı yönündeki beklentimizi ise güçlendirmiştir. Yıllık düşüşü % 23.8 ile en kötü noktasını Şubat ayında gören sanayi üretimi, o tarihten bu yana kümülatif olarak % 21 artmış ve Mayıs ayına gelindiğinde yıllık daralmasını % 17.4'ye kadar taşıyabilmiştir. Böylece, geçen yılın aynı dönemine göre, ilk çeyrekte % 22 oranında gerileyen üretimin, ikinci çeyreğin ilk iki ayında sınırlı bir iyileşmeyle % 17.8 oranında gerilediği hesaplanmaktadır. İhracatın düşüş eğilimini geçen yıl Ekim ayında başlattığı, TİM verilerine göre ikinci çeyrekte % 35 düşüş ile ilk çeyrekte de kötü bir performans gösterildiği ve Temmuz ayına ilişkin ilk sinyallerin de bu civarda bir düşüşün devam edeceğini gösterdiği dikkate alındığında, niye yılın son çeyreğine kadar sanayi üretiminde belirgin bir toparlanma beklemediğimiz daha iyi anlaşılacaktır. **Büyüme açısından olumsuz algılama yaratacak bu görünümün tek iyi tarafı, eğilimler hakkında daha sağlıklı bilgi veren mevsimsel düzeltilmiş verilerin üretimdeki Mart ayı dip noktasını tekrar onaylaması ve aylık artışların devam ettiğini göstermesi olmuştur.** Ancak bizim hesapladığımız (Bknz. Glokal Ekonomist, Temmuz'09) mevsimsel düzeltilmiş rakamlara göre, önceki ayki % 3.2'lik aylık üretim artışının ardından, Mayıs ayında % 1.2'lik sınırlı bir artış yaşanmıştır. Yıllık üretim artışı da hem bizim, hem de piyasanın % 15.7'lik daralma beklentisinden daha kötü gelmiştir. **Başka bir deyişle, krizin dibinin görülmesinin ardından yaşanan toparlanma bizim ihtiyatlı senaryomuzdan bile biraz daha yavaş gerçekleşmektedir. Bu da bizim 2009 yılı için % 5.5'lik daralma tahminimiz üzerinde, aşağı yönlü riskleri artırmaktadır.** Bu gelişmelerin piyasalara yansımaları, dünya genelinde de gözlemlendiği gibi, beklentilerdeki iyileşmeye dayalı öncü göstergelerdeki hızlı yukarı hareketin geriden gelen gerçek verilerle düşünülen ölçüde uyum sağlamaması nedeniyle negatif bir şekilde gerçekleşmektedir.

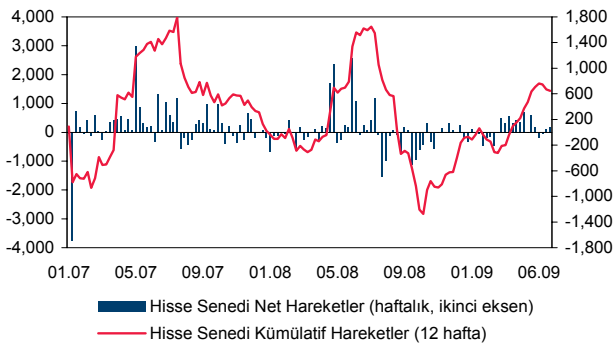
Sanayi Üretim Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış)



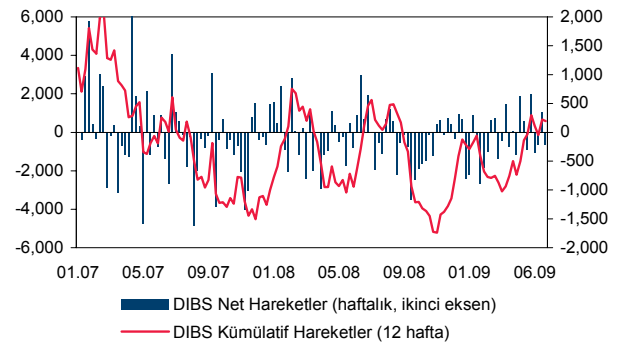
Başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke borsalarında son dönemde görülen satış baskısının toparlanmanın gücüne ilişkin haklı endişelerden kaynaklandığını düşünüyoruz. Ancak, borsalar açısından dip noktası olan 9 Mart'tan Haziran ayı ortasına kadar örneğin; S&P'de % 42 gibi çok güçlü artış olmasaydı, bu baskının daha az hissedileceğinin de farkındayız. **Bu nedenle, bu hareketi bir trend değişiminden çok ekonomik tabloyla daha uyumlu bir değerlemeyi getirecek bir düzeltme hareketi olarak görüyoruz.** Türkiye borsasında ise aynı dönemde % 60'ı aşan bir artış yaşanmış, ancak şu ana kadar bir düzeltme hareketinin başladığına yönelik net bir sinyal alınmamıştır. Bilindiği gibi, Türkiye ekonomisi için öngördüğümüz bu ilk toparlanmanın, stokların erimesi ile birkaç ay güçlü olabileceğini, ancak bunu devam etmesini beklemenin gerçekçi olmadığını söylediğimiz ve toparlanmanın, dibi geniş bir U şeklinde olacağını tahmin ettiğimizden, **benzer endişelerin eninde sonunda bizim piyasamızda da ağır basmasına daha fazla ihtimal vermekteyiz.**

Toparlanmaya ilişkin oluşan bu yeni algılamaların borsaları olumsuz etkilerken, **yeniden tahvil dostu bir ortam** yarattığını da izlemekteyiz. Haziran ortasında % 4'e kadar yükselen ABD 10 yıllık tahvilleri bugünlerde % 3.4'e kadar gerilerken, Türkiye'de ise % 13'ü aşan gösterge tahvilin bileşik faizi % 11.4 seviyesini gördü. Rekor düzeyde çıktı açıklarının her yerde zaman içinde kapanacağı ve enflasyonun yönünü yukarı çevireceği beklentisiyle tahviller açısından orta-uzun vadede lehte olmayan dinamiklerin ağır basacağı düşüncemiz değişmediyse de, **kısa vadede kimsede kuşku bırakmayacak belirgin bir toparlanma gözlenene kadar faizlerde yönün aşağıyı göstereceğini ya da en azından yükselişe büyük direnç göstermeye devam edeceğini** düşünüyoruz. Son dönemde para politikası yapıcılarının gelen sinyaller (faiz indirimleri için daha yer olduğu, toparlanmanın zayıf bulunduğu) ve Merkez Bankası'nın likidite desteklerine ilişkin yol haritasında **henüz kullanılmamış DIBS alımları gibi araçların bulunması** da bu düşüncüyü desteklemektedir. Faizlerde yükselişin ancak ülkeler geneline yayılan bir hareket haline geldiğinde belirginleşmesi beklenmelidir. Yükseliş için hangi koşulların oluşması gerektiğine (Eğri Konuşalım Doğru Oturalım, Makroskop 14 Mayıs) daha önce geniş olarak değinmiştik.

Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Hisse Senedi Hareketleri (mn US\$)



Yurtdışında Yerleşik Kişilerin DIBS Hareketleri (mn US\$)



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Dünyadaki borsa-tahvil gerginliğinin içeriye yansımaları farklılaştıracak önemli bir unsur ise, yerli-yabancı yatırımcıların mevcut pozisyonları ve bu piyasalardaki ağırlıkları olacaktır. **Merkez Bankası tarafından her hafta açıklanan yurtdışı yerleşiklerin menkul değer hareketleri, İMKB'de hızlı yükselişin gözlemlendiği dönemde (Mart-Haziran) yabancıların hisse senedi alımının kümülatif olarak 1.8 mlr dolara ulaştığını, bonoda ise alımların 0.4 mlr dolarla sınırlı kaldığına işaret etmektedir.** İMKB'de eğilimi yabancı yatırımcının belirlemesi nedeniyle geçmiş alım dönemlerine göre daha düşük bir alım bile yeterli olmuşa benzemektedir. Buna karşılık, bono piyasasında piyasa yapıcısı yerli bankaların ağırlıkta olması ve bankaların kredi kullanılmak yerine DIBS alımını tercih etmesi, yabancı girişi sınırlı olsa da faizlerde düşüş eğiliminin korunmasını getirmiştir.

Bu görüntü, IMKB'yi küresel risk algılamasındaki bir artışa daha hassas hale getirirken, bonodaki eğilimi yurtiçi risklere yönelik algılamının yanında, mevduat rekabeti, kısa vadeli likidite durumu ve Hazine'nin borçlanma programı gibi unsurlara bağlı kılmaktadır.

Sonuç olarak, gelişmiş ülke borsalarında son dönemde görülen satış baskısının toparlanmanın gücüne ilişkin haklı endişelerden kaynaklandığını düşünürken, bu hareketi bir trend değişiminden çok ekonomik tabloyla daha uyumlu bir değerlemeyi getirecek bir düzeltme hareketi olarak görmekteyiz. Türkiye için toparlanmayı da, dibi geniş bir U şeklinde tahmin ettiğimizden, benzer endişelerin eninde sonunda bizim piyasamızda da ağır basmasına daha fazla ihtimal vermekteyiz. Sanayi üretimine ilişkin son veriler beklediğimiz gibi toparlanmanın yavaş gerçekleştiğine işaret etmiş, büyüme üzerindeki risklerin aşağı yönlü kalmaya devam ettiğini düşündürmüştür. Bu durum yeniden tahvil dostu bir ortam yaratırken, orta-uzun vadede lehte olmayan dinamiklerin ağır basmasını beklememize karşılık, kısa vadede belirgin bir toparlanma gözlenene kadar faizlerde yönün aşağıyı göstereceğini ya da en azından yükselişe büyük direnç göstermeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

Perşembe günkü PPK toplantısı bu haftanın en önemli yurtiçi gelişmesi olarak görünüyor. Beklentiler, 25-50 baz puan indirim arasında dağılmış görünüyor. Bu arada, Hazine Çarşamba günü 7.5 mlr TL itfasi öncesinde, Pazartesi günü 6 ay vadeli bono, Salı günü ise 11.05.2011 vadeli iskontolu tahvil ve 5 yıl vadeli TÜFE'ye endeksli tahvil ihraç edecek. Yurtdışında, ABD'de kritik veri perakende satışlar (Salı) olarak görünürken, Fed tutanaklarında (Çarşamba) ekonomik toparlanma ile ilgili görüşler önemli olacak. Ayrıca, Goldman Sachs, Intel (Salı), Google, JP Morgan (Perşembe), BoA, Citigroup, General Electric (Cuma) bilanço açıklayacak önemli şirketler arasında yer alıyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	İşsizlik Oranı, Nis.	%	15 Tem., 10:00	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	16 Tem., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	16 Tem., 19:00	-50 (-25 / -50)
Orta	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, Haz.	TL mln	13 - 17 Tem.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Tem.	-	14 Tem., 12:00	45.5
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Haz.	% aylık	14 Tem., 15:30	0.1 & 1.0
Yüksek	ABD	Perak. Satış Toplam & Oto. Hariç, Haz.	% aylık	14 Tem., 15:30	0.4 & 0.5
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Haz.	% aylık	15 Tem., 15:30	0.2 & 0.5
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Tem.	-	15 Tem., 15:30	-6.0
Orta	ABD	Kapasite Kul. & Sanayi Üretimi, Haz.	%	15 Tem., 16:15	67.9 & -0.6
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	15 Tem.	değ. yok.
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Tem.	-	16 Tem., 17:00	-5.0
Yüksek	ABD	İnşaat İzin. & Konut Başlangıç., Haz.	mln	17 Tem., 15:30	0.53 & 0.54

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	933.8	1,024.6	1,132.9
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	591.0	637.9	689.4
GSYİH büyümesi	1.1	-5.5	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-39.1	-62.6	-68.3
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.1	98.4	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	137.2	161.0	174.4
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-12.8	-33.6	-36.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.3	-5.3

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	10 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5413	1.5500	1.5500	1.5500	1.6400	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1516	2.1400	2.0900	2.0200	2.1700	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.6929	3.6900	3.6400	3.5700	3.8100	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.3960	1.3800	1.3500	1.3000	1.3200	1.3000	1.3000
O/N	8.75%	8.25%	8.00%	8.00%	9.50%	8.00%	11.00%
Gösterge Tahvil	11.50%	11.00%	11.00%	12.00%	12.50%	12.00%	14.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
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 Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska 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	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

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.