

Makroskop

14 - 21 Eylül 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

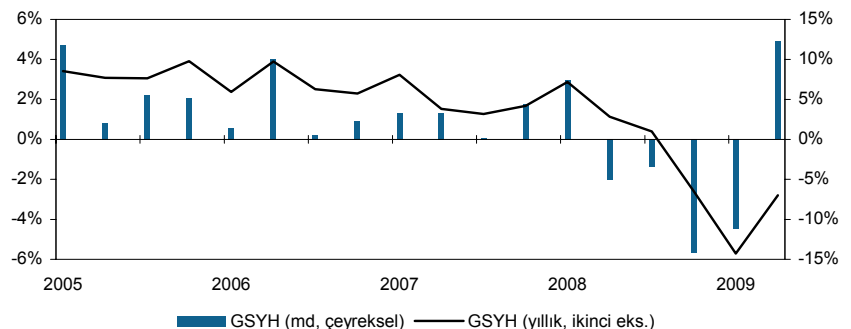
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Alın Verin Üretime Can Verin...

Resesyonda en kötü nokta geride bırakıldıktan sonra gözlenen toparlanmanın gücünü sanayi üretimi verilerinden izlediğimiz bilinmektedir. Buradaki güncel görünüme raporun ilerleyen bölümlerinde değineceğiz ama önce şunu vurgulamalıyız. **Üretim, iç ve dış talepteki gerilemeye verilen doğal bir tepki olarak gerilemiş, benzer şekilde malum nedenlerle özellikle iç talepte gözlenen artışla beraber toparlanma eğilimine girmiştir. Yani öncü olan üretim değil tüketimdir.** Gerçekten de, hatırlarsak 2008 yılının yaz aylarında finans piyasalarındaki dalgalanmayla beraber artan belirsizlikler tüketici güvenini olumsuz etkilemiş, önce otomobil ve beyaz eşya satışları hızla düşmeye başlamış, bu durum beklenmedik talep düşüşü ile karşılaşan üreticileri stoklarla başbaşa bırakmıştı. Yani krizin ilk etkisi, mamul mal stoklarının yeni talep koşullarına uygun seviyelere çekilmesi için, üretimin ani bir düşüş göstermesi aynı anda da süreci hızlandırmak için fiyat düşüşleri ile stokların eritmeye çalışılması olarak karşımıza çıkmaktaydı. Özellikle fiyat indirimleri Aralık ayı itibarı ile tüketici güvenini tekrar toparlanma eğilimine sokmuş, buna Mart ayında vergi teşvikleri de eklenince toparlanma güçlenmişti. Nihayetinde de, üretim artışı kaydedilince "dip görüldü" dediğimiz noktaya gelinmişti. **Olayların yukarıda aktardığımız gelişim sırasının akılda tutulmasını tavsiye ediyoruz. Zira, döngünün bundan sonra ne şekilde evrileceği de tüketim-üretim arasındaki etkileşime bağlı olacaktır.** Nitekim, üretimde beklediğimiz toparlanma devam ederken son iki ayda tüketici güven endekslerinde ve tüketim eğiliminde güç kaybı izlenmiştir. Temmuz ayında sanayi üretimi yıllık % 9.2 düşüş ile Haziran'a göre daha sınırlı bir daralmaya işaret etse de, mevsimsel düzeltilmiş değerler toparlanmanın çok yavaş devam ettiğini yansıtmaktadır. Üstelik, mevsimsel düzeltilmiş olarak önceki aya göre % 0.4 düşüş gösteren Haziran ayı endeks değeri de aşağı revize olmuştur. **Tüketim eğilimini yeniden yükseliş rayına oturabilecek bir gelişme (güven veren kredibilitesi yüksek bir program, yeni vergi indirimleri v.b) gözlenmediği durumda, zaten zayıf bir başlangıç yaptığını gözlediğimiz üretim toparlanmasının üstündeki riskler artacaktır.**

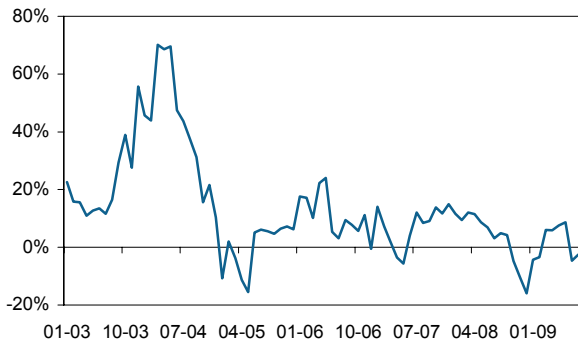
GSYH (mevsimsel düzeltilmiş çeyreklik ve yıllık % değişim)



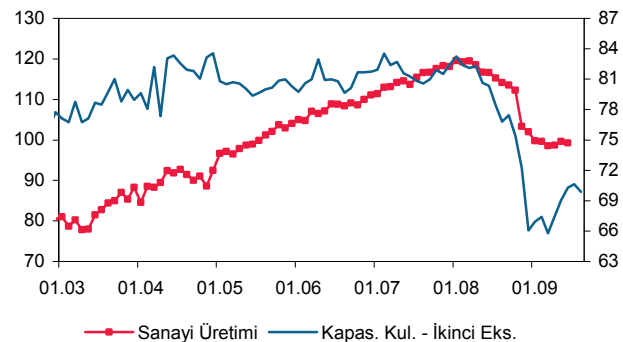
Otomobil ve beyaz eşya satışları dışında, tüketimin seyrine ilişkin daha genel ve kapsamlı bir fikir veren **CNBC-e Tüketim Endeksi ise, Ağustos'ta önceki aya göre hem nominal hem de mevsimsel düzeltilmiş olarak artmasına karşılık, Temmuz ayında olduğu gibi yıllık artış bazında negatif bölgede kalmıştır.** Böylece, üçüncü çeyreğin ilk iki ayında ortalama olarak geçen yılın aynı dönemine göre % 3.6 gerileme göstermiştir. Endeksin ikinci çeyrek yıllık artışı % 7.4 düzeyinde olmuştur. **Ağustos'a ilişkin bir diğer olumsuz gelişme ise, kapasite kullanımında (KKO) gözlenen belirgin düşüş olmuştur.** KKO Ağustos'ta % 69.7 ile hem geçen yılın aynı ayındaki % 76.2'ye hem de Temmuz'daki % 72.3'e göre sert düşmüştür. Mevsimsel düzeltilmiş veri de, son dört ayda gözlenen artışlardan sonra hafif bir düşüşe işaret etmektedir.

Hafta içinde açıklanan ikinci çeyrek büyüme verileri, % 7 daralma ile beklentilerden iyi gerçekleşmiş, bu durum büyük ölçüde sanayi üretimi katma değerinin aylık üretim endekslerinin yansıttığının sadece yarısı kadar azalmasından kaynaklanmıştır. **Esas iyi haber ise, mevsimsel düzeltilmiş verilere bakıldığında önceki dört çeyrekte kümülatif olarak % 13.6'ya ulaşan düşüşten sonra % 4.9'luk yükseliş izlenmesi olmuştur. Bu ise, teknik olarak resesyonun bitmesi anlamına gelmektedir. Ancak, daha güncel veriler ikinci çeyrekte başlayan toparlanmanın üçüncü çeyrekte aynı güç ile devam etmediğini de yansıtmaktadır.** Özel sektör yatırımları ve stok azalışlarının gerçekleşen daraldan fazlasıyla sorumlu olması sürpriz bir gelişme olmazken, özel tüketimdeki toparlanmanın öncü talep göstergelerinin yansıttığından zayıf gerçekleşmesi dikkat çekmektedir. Gerçekten de, stokların eritilmesini sağlayan vergi indirimleri ve diğer promosyonlar sayesinde özel tüketim harcamalarındaki gerileme önceki çeyrekteki % 10.2 daraldan % 1.2 daralmaya hız kesmiştir. Ancak, öncü tüketim göstergelerinin aslında bu tür harcamalarda artışa işaret ettiğini de yukarıda aktardığımız verilerle vurgulamıştık. **Kısacası, GSYH ayrıntıları, üretimde beklenden güçlü bir tepkiye buna karşılık tüketimde beklenenin gerisinde kalan bir toparlanmaya işaret etmektedir. Hangisine daha fazla önem verdiğimiz, sanırım raporun ilk sayfasında "öncü olan üretim değil tüketimdir" şeklindeki ifademizden de anlaşılabilir.**

CNBC-e Tüketim Endeksi (Yıllık Değişim)



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

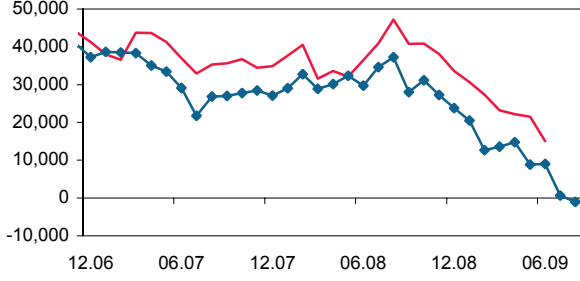


Kaynak: TÜİK, CNBC-e, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Hafta içinde açıklanan diğer bir önemli veri de, bütçe dengelerindeki olumsuz eğilimin devam ettiğini yansıtmıştır. IMF anlaşmasına ilişkin gelen olumsuz haberlerle beraber buradaki görünüm daha kaygı verici hale gelirken, hem kısa vadeli toparlanma hem de orta vadeli büyüme perspektifi açısından olumsuz yansımaları olabilecektir. İlk bakışta, Hazine'nin açıkladığı nakit bazlı bütçe verileri Ağustos ayında 10.3 mlr TL faiz dışı fazla ile güçlü bir görüntü verse de, bu performansta Temmuz ayından sarkan 5.1 mlr TL vergi gelirinin etkili olduğu ve geçen yılın aynı ayında da 12.0 mlr TL FDF elde edildiği dikkate alındığında, tablo tersine dönmektedir. Böylece, 1999 yılından beri takip etmekte olduğumuz nakit bazlı veriler 12 aylık kümülatif bazda ilk kez 1 mlr TL civarında faiz dışı açık verildiğine ve bütçe açığının 50 mlr TL'yi aştığına işaret etmektedir. Hazine'nin açıkladığı verilerin, arada bazı farklar olsa da, Maliye'nin açıkladığı Merkezi Yönetim Bütçesi (MYB) gelişmelerini büyük ölçüde öncülediği

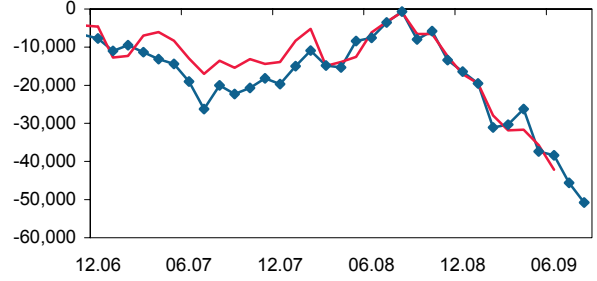
bilinmektedir. Dolayısı ile, mali tatil nedeni ile muhtemelen ay ortasında açıklanacak Temmuz-Ağustos verilerinin benzer bir olumsuz tablo sunmasını bekliyoruz.

Faiz Dışı Denge (Mİr TL, 12 ay kümülatif) (*)



—●— Hazine —●— Maliye

Bütçe Dengesi (Mİr TL, 12 ay kümülatif)



—●— Hazine —●— Maliye

(*) Hazine'nin açıkladığı nakit bazlı bütçe gerçekleştirmeleri ve Maliye'nin açıkladığı merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri kullanılmıştır. Hazine, Ağustos verilerini açıklamış bulunurken, Maliye mali tatil nedeni ile henüz Temmuz-Ağustos gerçekleştirmelerini açıklamamıştır.

Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sonuç olarak, iç tüketimin döngüdeki rolünü üretime göre daha fazla önemsememiz, son dönemde üretimde görülen ve zaten olmasını beklediğimiz toparlanmaya ileriye yönelik eğilimler açısından fazla bir önem atfetmemizi engellemektedir. Buna karşılık, ikinci çeyrek GSYH ayrıntılarında görüldüğü gibi özel tüketimdeki toparlanmanın öncü talep göstergelerinin yansıttığından zayıf gerçekleşmesi, tüketime ilişkin üçüncü çeyreğe ait daha güncel verilerin yansıttığı güç kaybı, IMF anlaşmasına yönelik olumsuz haberler ve mali performansta devam eden olumsuzluk, toparlanmanın üzerindeki belirsizlikleri artıran gelişmeler olmuştur.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta Maliye Bakanlığı'nın Temmuz ve Ağustos ayına ait bütçeleri birlikte açıklaması bekleniyor. Nakit bazlı bütçe gerçekleştirmeleri, mali performansta bozulmanın devam ettiğini göstermişti. Bu hafta ayrıca Perşembe günü yapılacak PPK toplantısı önemli olacak. Banka'nın 50 baz puan indirim yapacağına kesin gözüyle bakılırken, bir sonraki toplantıya ilişkin sinyaller önemli olacak. Yurtdışı gündemi ise oldukça yoğun. ABD'de New York Fed ve Philadelphia Fed gibi öncü imalat sanayi göstergelerinin yanında, perakende satışlar, enflasyon, konut verileri ve sanayi üretimi görünümü ön planda olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Merk. Yön. Bütçesi FDF, Tem. - Ağu.	TL mln	14 - 18 Eyl.	-
Orta	İşsizlik Oranı, Haz.	%	15 Eyl., 10:00	-
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Ağu.	-	16 Eyl., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	17 Eyl., 19:00	-50 (-50)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Eyl.	-	15 Eyl., 12:00	61.0
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Ağu.	-	15 Eyl., 15:30	12.75
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ağu.	% aylık	15 Eyl., 15:30	0.1 & 0.7
Yüksek	ABD	Perakende Satışlar, Ağu.	% aylık	15 Eyl., 15:30	1.2
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ağu.	% aylık	16 Eyl., 15:30	0.1 & 0.3
Orta	ABD	Kapasite Kullan. & Sanayi Üret., Ağu.	% & % aylık	16 Eyl., 16:15	69.0 & 0.6
Yüksek	ABD	İnşaat İzin. & Konut Başlangıç., Ağu.	mln	17 Eyl., 15:30	0.58 & 0.59
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Eyl.	-	17 Eyl., 17:00	6.0
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	baz puan	17 Eyl.	değ. yok

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	926.1	1,016.1	1,123.5
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	597.5	647.2	690.1
GSYİH büyümesi	0.9	-6.0	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	-36.1	-62.2	-67.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	94.5	102.7	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	130.6	164.9	173.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.3	-11.2	-31.6	-34.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-4.9	-4.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	11 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4978	1.5000	1.5000	1.5600	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1796	2.1900	2.1300	2.1800	2.1300	2.1300	2.0500
Döviz Sepeti	3.6774	3.6900	3.6300	3.7400	3.7100	3.6300	3.6300
EUR/USD	1.4552	1.4600	1.4200	1.4000	1.3500	1.4200	1.3000
O/N	7.75%	7.25%	7.00%	7.00%	8.50%	7.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.40%	9.50%	10.50%	11.50%	12.00%	10.50%	12.50%

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.