

## Makroskop

21 Aralık 2009 - 3 Ocak 2010

## 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

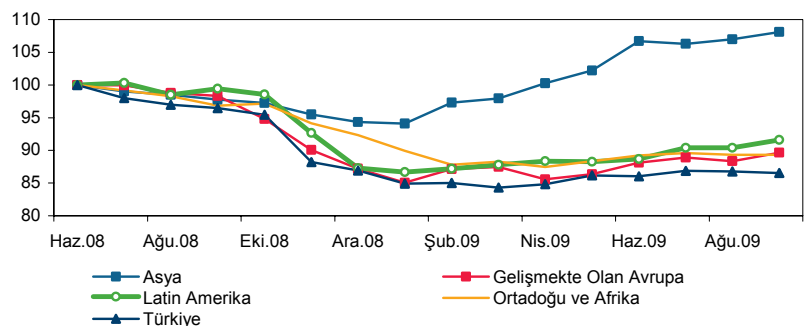
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### Yeniyl Özel: Ekonomi ve Piyasalar

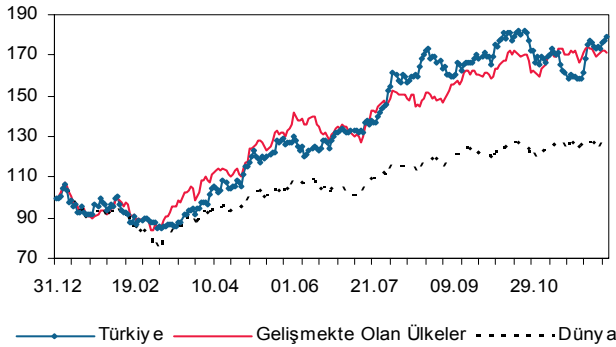
Yılın bu son haftalık raporunda, Türkiye ekonomisi ve piyasaları açısından geçmiş yılın muhasebesini yapmanın ve girmekte olduğumuz yeni yılın neler getirebileceğine değinmenin faydalı olacağını düşündük. Öncelikle, büyük ölçüde makro verilerin geriden gelmesine bağlı olarak, beklediğimiz gibi, **2009 yılının ekonomi açısından kötü, piyasalar açısından ise çok iyi bir yıl olduğunu söylemeliyiz. Bu nedenle, 2010 yılında olası bir yer değiştirme en büyük risk olarak karşımıza çıkmaktadır.** Baz etkisi nedeniyle ekonominin 2010 yılında daha parlak görünmesi kesinken, her zaman geleceği satın alan piyasaların yine çok iyi bir yıl geçirmesi, 2011 ve sonrasında yönelik endişeleri giderecek ve beklentileri iyileştirecek gelişmelere bağlı olacaktır. AB çıpasının zayıfladığı, IMF destekli programın baz senaryo olmaktan çıktığı ve siyasi riskler ile belirsizliklerin arttığı bir dönemde, 2011 yılı da normal koşullarda genel seçimlerin gerçekleşeceği bir yıl olarak planlanmışken, beklentilerin olumlu yönde korunabilmesi daha zor olacak gibi durmaktadır. Küresel ekonomi açısından da, 2009 yılı depresyon ve deflasyon gibi uç senaryoların ortadan kalktığı, resesyondan çıkışın başladığı bir yıl olarak hatırlanacak iken, **2010 yılı, toparlanmanın devam ettiği, ekonomilerde çift dip (W) korkusunun azaldığı, ülkelerin ekonomik performanstaki ayrışmasının güçlendiği, bu doğrultuda da küresel koordinasyonun zayıfladığı bir yıl olmaya aday** durmaktadır. Zaten, küresel krizden çıkış sürecinde yeni bir aşamaya geçildiği, Dubai, Yunanistan ve Avusturya gibi ülkelerin kamu borcuna yönelik endişelerin ön plana çıkmasından da anlaşılabilir, aşırı mali ve parasal genişlemenin sınırına gelindiği algılamasını yaratarak, bu politikalarından çıkış stratejisinin uygulanmaya başlanması yönündeki baskıları artırmaktadır. Burada da ayrışma ihtimali yüksek durmakta, **borç sürdürülebilirliğine yönelik endişeleri kontrol altında tutabilen ülkeler, mali destekleri kalıcı toparlanmadan emin olana kadar koruyabilme, hatta yenilerini ekleme imkanına sahip olurken, bunu yapamayanlar ise, toparlanmayı zayıflatma riskini almak durumunda kalacaklardır.**

Gelişmekte Olan Ülkelerde Sanayi Üretimi Endeksleri (Haziran 2008 (Krizin başlangıcı) = 100)

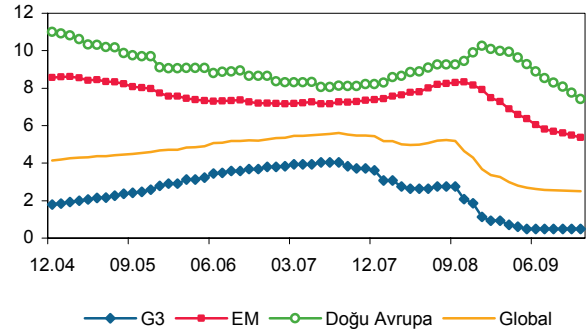


Toparlanmanın gelişimine bakıldığında, 2009 yılında, küresel krizin patlak verdiği ABD ekonomisinin buradan çıkışının geç olacağı ve bu doğrultuda sıfır faiz politikasını uzun süre koruyacağı beklentisi ile, risk iştahının toparlanmasından en fazla zarar gören para birimlerinin başında ABD dolarının gelmesine yol açtığı, bu durumun başta altın olmak üzere tüm emtia fiyatlarını yukarı çektiği, hem tahvillerin hem de borsaların beraberce yükselbildiği gibi ana temaların piyasalara hakim olduğu bir yıl geçirdik. Oysa, yakın dönem verilerine ve öncü göstergelerine baktığımızda, Euro Bölgesi ve Japonya'da toparlanmanın duraksadığı ve güç kaybettiğini izlemekte, buna karşılık ABD ve gelişmekte olan ülkelere büyüme tahminlerinin yükseltildiğini görmekteyiz. Bu görünümün kalıcı olup olmayacağını henüz bilmiyoruz ama yavaş yavaş fiyatlanmaya başladığını euro/dolar paritesindeki gelişimden izliyoruz. Daha kısa bir süre önce yılı 1.60 civarında kapatma olasılığından bahsedilirken, yılı bitirmeye sayılı günler kala 1.43 seviyesinin zorlanmaya başlanması bu yöndeki piyasa stratejilerine önemli bir darbe gibi durmaktadır. **Dünya üzerinde işlem hacmi en yüksek piyasa olan euro/dolar işlemlerinin ekonomiye yönelik algılamalar açısından öncü bir nitelik taşıdığı unutulmamalıdır.** Hareketin başladığı Aralık ayının ilk günlerinden beri, altın ve petrol gibi emtialar olumsuz etkilenmiş, ABD tahvil getirilerinde ise yükseliş gözlenmiştir. Buna karşılık gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında yükseliş eğilimi devam etmiş ve kriz sonrası dönemin en yüksek seviyelerine ulaşılmıştır. Bu durum, bir yandan 2009 yılı piyasa temalarının tam tersi yöndeki temaların henüz hakim olmadığını gösterirken, bir yandan da ayı ve boğa piyasalarının arasındaki bariz süre farkının (ortalamada düşüş trendi 2 yıl, çıkış trendleri ise 5 yıl) piyasa oyuncuları algılamasını etkilediğini düşündürmektedir. **Bu bağlamda, 2010 yılında, önceki yılın tek doğrultudaki güçlü hareketinden farklı olarak daha dalgalı bir piyasa beklesek de, bunun yükseliş trendi içinde olduğumuz gerçeğini değiştirmeyeceğini, ancak başta Fed olmak üzere çıkış stratejilerinin faizlerde ani ve hızlı yükselişe yol açmadan uygulama becerilerinin dalga boyları açısından kritik önemde olacağını düşünüyoruz.**

MSCI Borsa Endeksleri (31.12.2008=100)



Merkez Bankaları Politika Faizleri (%)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Yurtiçi piyasa temalarına ise hafta içinde yayınlanan aylık Glokal Stratejist'te değinmiştik. Özetlersek;

**1) Faizlerde yön yukarı:** 2010 yılı, muhtemelen de yılın son çeyreği, gecelik faizlerin tekrar yükselerek daha normal seviyelere doğru hareket edeceği dönemin başlangıcı olacaktır. Türkiye'de faiz artırımlarının 2010 yılı içinde 150 baz puan olmasını bekliyoruz. Başladıktan sonra artırımların 2011 yılında da 200 baz puan civarında devam etmesini ve gecelik faizin % 10 civarında sabitlenmesini öngörüyoruz. Ancak, gecelik faizlerin artışı son çeyreğe kalsa bile, uzun vadeli faizlerdeki yükselişin çok daha erken başlayacağını düşünüyoruz. Gösterge tahvil faizinin 2010 yılının ilk çeyreğinde % 9.5-10 aralığında seyretmesini ve sonrasında ise kademeli bir yükselişle yılı % 11.0 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.

**2) Kurlar yatay:** Kurlar tarafında ise faiz farklarının önemini daha da artıracığını düşünüyoruz. Krizden erken çıkan ülkelerde faizlerin daha erken artırılıyor ve

artırılacak olması sebebiyle, bu ülkelerin kurlarının daha üstün performans göstermesi beklenmelidir. Diğer taraftan da, krizden çıkış ve finansal piyasalarda işlerin normalleşmesine bağlı olarak risk iştahının kademeli olarak canlanması beklenebilir. Bu da, özellikle gelişmekte olan ülkelerin paralarında genel olarak değerlenme eğiliminin ağır basmasını getirebilir. Türkiye'nin ise ekonomik olarak biraz daha zayıf performans göstermesini beklememiz sebebiyle, faizlerdeki artışın gecikmesini ve bu doğrultuda da kurların diğer ülkelere göre olumsuz performans göstermeye devam etmesini bekliyoruz. Ancak bu durum, 2009 yılında da olduğu gibi, belirgin bir değer kaybından çok, yataya yakın bir eğilimle sonuçlanabilir.

**3) Borsa dalgalı ama yukarı:** Borsalar tarafında ise ekonomik toparlanmanın hızı izlenecektir. 2009'un ilk yarısında krizde en kötünün geride kaldığı yönündeki işaretlerle birlikte, ekonominin sonraki dönemde normalleşeceği hisse senetleri piyasasında satın alınmıştı. Ne var ki, bundan sonraki dönemde yükselişin devam etmesi için ekonomilerde üretim ve tüketim seviyelerinin de kriz öncesi değerlere doğru toparlanacağı yönünde kuvvetli sinyaller gerekecektir. Henüz imalat sanayi ve istihdam piyasasına yönelik veriler, zayıf görünümün devam ettiğine işaret etmektedir. Bu durum, bizim sene başından beri baz senaryomuz olarak belirttiğimiz, dibi geniş bir U şeklinde toparlanma ile uyumlu seyretmektedir. Yine bu senaryo ile uyumlu olarak 2010 yılının ilk yarısında bu toparlanma işaretlerinin daha belirgin hale gelmesi beklenmelidir. Bu doğrultuda, kısa vadede borsa açısından görünümün çok parlak olduğunu söyleyemsek de, orta-uzun vadede yükselişin devam edebileceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak, 2010 yılının, toparlanmanın devam ettiği, ekonomilerde çift dip korkusunun azaldığı, ülkelerin ekonomik performanstaki ayrışmasının güçlendiği, bu doğrultuda da küresel koordinasyonun zayıfladığı bir yıl olmasını beklerken, önceki yılın "kötü ekonomi - iyi piyasa" ikilisini terse çevirme ihtimali getirdiği en önemli risk olarak görüyoruz. 2010 yılında, önceki yılın tek doğrultudaki güçlü hareketinden farklı olarak daha dalgalı bir piyasa beklessek de, bunun yükseliş trendi içinde olduğumuz gerçeğini değiştirmeyeceğini, ancak başta Fed olmak üzere çıkış stratejilerinin faizlerde ani ve hızlı yükselişe yol açmadan uygulama becerilerinin dalga boyları açısından kritik önemde olacağını düşünüyoruz. Yurtiçinde ise, faizlerde yönü yukarı, kurları yatay ve borsayı dalgalı ama yükseliş eğilimi içinde görüyoruz.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Önümüzdeki ilk hafta yurtiçinde yoğun bir gündem görünmüyor. Yılın son haftasında ise kritik veri ve açıklamalar var. 29 Aralık Salı günü PPK'nın toplantı özeti izlenecek. Ayrıca, Reel Kesim Güven Endeksi, dış ticaret ve Hazine'nin ilk çeyrek için borçlanma programı gibi açıklamalar da gündemde yer alıyor. Yurtdışında ise ABD'de 3. çeyrek büyüme, konut verileri ve dayanıklı tüketim mali siparişleri 21 Aralık haftasında öne çıkacak. Bu arada, Noel nedeniyle yurtdışında tatiller de başlayacak. 25 Aralık ve 1 Ocak tarihlerinde birçok önemli ülke piyasası tatil nedeniyle kapalı olacak.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	MB Beklenti Anketi, Aralık II	-	22 Ara.	-
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ara.	-	29 Ara., 17:00	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Kas.	US\$ mlr	30 Ara., 17:00	-
Orta	Hazine Borçlanma Prog., Oca.-Ara.	-	31 Ara.	-
Orta	İTO Fiyat Endeksi, Ara.	% aylık	1 Oca., 12:00	-
Orta	TİM İhracat, Ara.	US\$ mln	2 Oca.	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	GSYİH (son veri), 3Ç	% yıllık	22 Ara., 15:30	2.7
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Kas.	mln	22 Ara., 17:00	6.3
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Kas.	% aylık	23 Ara., 15:30	0.1
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Ara.	-	23 Ara., 16:55	74.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Kas.	mln	23 Ara., 17:00	0.44
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Mali Sip., Kas.	% aylık	24 Ara., 15:30	0.3
Orta	ABD	Case Shiller Konut Fiyat End., Eki.	% yıllık	29 Ara., 16:00	-
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ara.	-	29 Ara., 17:00	-

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	976.6	1,087.2	1,190.2
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	630.0	701.4	723.9
GSYİH büyümesi	0.9	-5.7	5.0	4.0
ÜFE ( yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	10.1	5.9	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-38.2	-64.8	-65.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	100.4	127.0	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.6	191.8	188.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.8	-14.4	-35.7	-34.5
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.3	-5.1	-4.7

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	18 Aralık	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5099	1.5200	1.5400	1.5700	1.5600	1.5200	1.5600
EUR/TL	2.1702	2.1890	2.2300	2.2600	2.2460	2.1890	2.2500
Döviz Sepeti	3.6801	3.7090	3.7700	3.8300	3.8060	3.7090	3.8100
EUR/USD	1.4373	1.4400	1.4500	1.4400	1.4400	1.4400	1.4400
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.00%	6.50%	8.00%
Gösterge Tahvil	9.40%	9.40%	9.70%	10.10%	11.00%	9.20%	11.00%

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 <sup>rd</sup> 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.