

Makroskop

28 Eylül - 4 Ekim 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

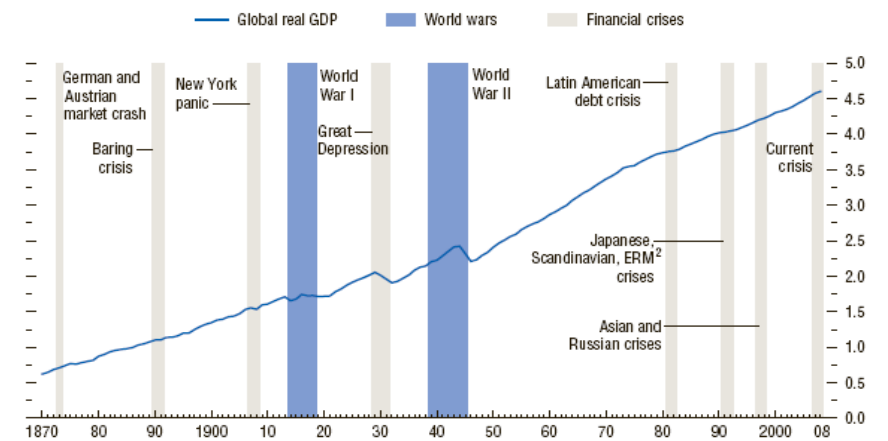
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Hala Aynı Gemide Miyiz?...

Ekim ayında İstanbul'da yapılacak IMF-Dünya Bankası toplantıları sırasında yayınlanması beklenen **"Toparlanmayı Sürdürebilmek"** ana temalı Dünya Ekonomik Görünümü Raporu öncesinde, bu raporun **"Finansal Krizler Sonrası Orta Vadeli Üretim Dinamikleri"** (*) ve **"Varlık Fiyat Dalgalanmalarından Para Politikaları İçin Çıkarılacak Dersler"** başlıklı analitik bölümleri yayınlandı. Seçilen bu başlıklar önceki raporların (Ayrışma teorisini sorgulayan 2007 Sonbaharında yayınlanmış **"Decoupling the Train"** başlıklı analiz ve Nisan 2009'da yayınlanan **"Resesyondan Toparlanmaya: Ne Kadar Yakın? Ne Kadar Güçlü?"** başlıklı analiz) öngörü başarısının tekrarlanacağını ve bu temaların önümüzdeki dönemin gündemini oluşturmaya aday olduğunu düşündürüyor. Henüz IMF'nin dünya büyümesine ilişkin tahminlerini içeren bölümler yayınlanmadı ama, son güncellemenin yapıldığı Temmuz'da olduğu gibi yukarı yönlü revizyon olası görünüyor. Son durum itibarı ile, dünya ekonomisinin 2009'da % 1.4 daraldıktan sonra 2010'da % 2.5 büyüme göstermesi, ABD'nin aynı dönemlerde % 2.6 daralma ve % 0.8 büyüme, Euro Bölgesi'nin ise % 4.8 ve % 0.3 daralma göstermesi bekleniyordu. Buna karşılık, başlayan toparlanmanın yavaş ve kırılğan olacağı vurgusunun korunmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, tüm ülkelere parasal ve mali gevşeme kanalıyla verilen desteklerin bir süre daha korunması çağrısının yapılmasını beklerken, toparlanmanın belirginleşmesi durumunda gerekli olacak bu politikalarından çıkış stratejisinin hazır tutulması gereğine işaret edileceğini düşünüyoruz. **IMF ve G-20'nin öncülüğünde kriz sırasında gerçekleşen küresel koordinasyonun, ikinci çeyrekte dünya genelinde resesyondan çıkılmasıyla da yansıdığı şekilde, ilk ve en önemli amacına ulaştığını düşünüyoruz. Ancak, bu noktadan sonra ülkeler özelinde toparlanmalar farklı güçte olacağından küresel koordinasyonun aynı etkinlikte ileride de kullanılmasını beklemiyoruz.**

Global GSYH (Logaritmik Ölçek)



Kaynak: WEO Chapter IV, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

IMF-Dünya Bankası toplantıları öncesi Pittsburgh'da gerçekleşen G20 zirvesine küresel krizin nedeni olarak görülen finansal sisteme yönelik en geniş ve sert düzenleme ve sınırlamaların ele alınacağı beklentisi ile girilmektedir. Öyle ki, bazı gelişmiş ülkelerden (Fransa) sermaye hareketlerine en önemli kısıtlamalardan biri olarak görülen Tobin vergisi uygulanması önerisi bile gelmektedir. İlk kez ABD'li ekonomist Tobin tarafından 70'li yıllarda dile getirilen bu uygulama, kısa vadeli sermaye hareketlerine ufak bir ek maliyet getirerek, tümden ortadan kaldırmayı değil, daha çok kısa süreli ve ani hareketlerin önüne geçmeyi amaçlamaktaydı. Ancak, yaklaşık 1.5 yıl süren resesyondan sonra risk algılaması belirgin olarak olumlu yönde değiştiğinden bu tip radikal önlemler üzerinde konsensüs sağlanması çok zor görünmektedir. **Yine de, finansal sistem için düşünülen yeni düzenleme ve sınırlamalar için tercih edilecek dozun, gelecek yıllarda finans piyasalarındaki akışkanlık, hacim, oynaklık gibi niteliksel unsurlar ve piyasa oyuncularının risk iştahı ve davranış tarzları gibi diğer etkenler açısından önemli yansımaları olmasını bekliyoruz.** G20 zirvesinin ortak bildirgesinde, bunun yumuşak bir geçişle olmasının tercih edildiği izlenmektedir. Taslak bildirgeye göre, uluslararası bankalar 2012 yılı sonuna kadar banka sermayelerinin kalite ve miktarını iyileştirecek ve aşırı kaldıraç (borçlanma) kullanımını sınırlayacak yeni kuralları uygulamaya başlayacaklar denildi. G20'nin global ekonomi koordinasyonundan sorumlu kurum olarak belirlendiği toplantıda, alınan diğer önemli kararlar arasında gelişmiş ülkelere IMF'de daha fazla söz hakkı tanınması ve kalıcı bir iyileşme görülene kadar destek tedbirlerinin korunması da yer aldı.

Öte yandan, son günlerde yapılan karşılıklı açıklamalarla IMF-DB toplantılarının İstanbul'da yapılması dışında gündemi Türkiye'nin oluşturması gibi bir ihtimal kalmamışa benzemektedir. **Orta Vadeli Programın yayınlanması sonrasında programı olumlu ve cesaret verici bulan ancak programı destekleyici yeni adımlar atılmasını bekleyen IMF, bu yönde bir işareti henüz alamazken, zayıf bir mali çerçeve içerdiğini düşündüğümüz programı bu şekliyle bir stand-by anlaşması için yeterli görmediğini, kurumun başkanı Strauss-Kahn'dan gelen "Türkiye'nin IMF'ye ihtiyacı yok" açıklamasıyla dolaylı yoldan ifade ettiğini düşünüyoruz.**

Diğer taraftan, son dönemde öncü ve gerçek veriler, Merkez Bankaları ve Uluslararası Finans Kuruluşları tarafından çizilen görüntüler, risk iştahını destekleyici olmaya devam etmektedir. **Toparlanmanın yavaş ve zayıf olsa da, kesintiye uğramadan devam etmesinin beklenmesi ve aynı esnada enflasyonun bir tehdit olmaktan bir hayli uzakta olması, düşük nominal ve reel faiz seviyelerinin korunabilmesini getirerek, normalde düşman kardeşler olan tahvil ve hisse senedi piyasalarının işine gelmeye devam etmektedir.** Evet bunun kalıcı bir denge olmadığını herkes bilmektedir, ama kısa vadede bu dengenin değişeceğine yönelik güçlü bir sinyal alınmadıkça bu doğrultuda pozisyon alımına devam edileceğe benzemektedir. **Ancak mevcut dengenin ne kadar hassas olduğu da, son FOMC toplantısı sonrasında piyasalarda gözlenen olumsuz tepkiden anlaşılmaktadır.** Merkez Bankalarının çıkış stratejilerinin ilk adımı olması beklenen niceliksel gevşemenin (tahvil alımı) kademeli olarak kaldırılacağına yönelik takvimin Fed tarafından açıklanması, her ne kadar beklenen doğrultuda bir hareket olsa da, gerilimi artırmaya yetmiştir. **Ancak, bu durum ABD uzun vadeli tahvil getirilerine yükseliş yönünde belirgin olarak (şu anda % 3.4 olan getirinin % 4 seviyesini aşması gibi) yansımada, piyasanın geçici bir eğilimi olarak görmeye devam edeceğiz.**

Bizde ise, gösterge tahvil getirisinin TCMB'nin indirimlere devam sinyaliyle yeni tarihi düşük seviyesi olan % 8.5'e doğru yöneldiği, Türkiye'nin risk primi (EMBI+) ile düzeltilmiş politika reel faizinin ise -% 1.5 ile negatif bölgede kalmayı sürdürdüğü izlenmektedir. Geline bu seviyelerin dip olup olmadığı, Merkez Bankası'nın ekonomik aktivitedeki mevcut toparlanmayı nasıl gördüğü, açıklanan OVP'yi nasıl değerlendirdiği ve IMF destekli bir program uygulanmaması durumundaki B planının içerdikleri gibi unsurlara bağlı olacaktır. Olayı böyle koyduğumuzda ise, TCMB toparlanmayı yavaş ve kademeli gördüğüne göre ve

B planının likidite desteklerini kalıcı hale getirecek tahvil alımlarını içerdığını bildiğimize göre, burada riskler aşağı yönlü olmaya devam etmektedir diyebiliriz.

Sonuç olarak, önümüzdeki günlerin küresel toplantılarının genel görünümüne önemli bir değişiklik getirmesini beklemeyizken, küresel koordinasyonun krizden çıkıştaki başarısını taçlandırmasının gerektiğini düşünüyoruz. Ancak, bu noktadan sonra ortak hareket etme duygusunun aynı etkinlikte kullanılamayacağını tahmin ederken, yeni finansal düzenleme ve sınırlamalar için seçilecek dozun gelecekte piyasaların şekillenmesi açısından kritik önemde olacağını düşünüyoruz.

(*) Dünya Ekonomi Görünümü Raporu'nda yer alan analizlerden Orta Vadeli Üretim Dinamiklerine ilişkin olanının kısa bir özetini Gazi Erçel 24 Eylül tarihli yazısında vermiş. Bu yazıya <http://www.haberturk.com/HTYazi.aspx?ID=4422> bağlantısından ulaşılabilir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde enflasyon (Cuma) kritik olurken, bundan önce gözler, Perşembe günü yayınlanacak olan 17 Eylül PPK toplantısının notlarında olacak. Bu arada, Hazine Çarşamba günü Ekim ayı Borçlanma Programı'nı açıklayacak. Aynı gün gerçekleştireceği 966 mln TL'lik iftasından önce ise Salı günü 5 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihracına çıkacak. Yurtdışında da piyasaları yoğun bir gündem bekliyor. Euro Bölgesi'nde imalat sektörü PMI endeksi ön planda olurken, ABD'de yine imalat sektörü için ISM endeksi ve istihdam piyasasına ait veriler, piyasaların yönünü etkileyebilir. Ayrıca, Fed Başkanı Bernanke Perşembe günü finansal sektörü düzenleyici reformlar hakkında konuşma yapacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Hazine Borçlanma Programı, Ekim	-	30 Eyl.	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Ağu.	US\$ mln	30 Eyl., 17:00	12.5 (11.7) & 7.8 (7.9)
Orta	TİM İhracat, Eyl.	US\$ mlr	1 Ekim	8.4
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Eyl.	-	1 Ekim, 9:00	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Eyl.	% aylık	1 Ekim, 12:00	1.0
Yüksek	TÜFE, Eyl.	% aylık	2 Ekim, 17:00	0.6
Yüksek	ÜFE, Eyl.	% aylık	2 Ekim, 17:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Tem.	% yıllık	29 Eyl., 16:00	-14.3
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Eyl.	-	29 Eyl., 17:00	56.5
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Eyl.	bin	30 Eyl., 15:15	-212
Orta	ABD	GSYİH (son veri), 2Ç	% yıllık	30 Eyl., 15:30	-1.1
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Eyl.	-	1 Ekim, 10:58	49.0
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ağu.	% aylık	1 Ekim, 15:30	0.1
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Eyl.	-	1 Ekim, 17:00	54.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Ağu.	% aylık	1 Ekim, 17:00	1.5
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Eyl.	bin	2 Ekim, 15:30	-188
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Eyl.	%	2 Ekim, 15:30	9.8

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	926.2	1,016.0	1,123.4
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	597.5	647.1	683.5
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	-62.6	-67.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	94.5	106.2	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	130.7	168.8	173.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-11.0	-31.9	-34.0
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.8	-4.9	-5.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	25 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4740	1.5000	1.5000	1.5600	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1768	2.1900	2.1300	2.1800	2.0500	2.1300	2.0500
Döviz Sepeti	3.6508	3.6900	3.6300	3.7400	3.6300	3.6300	3.6300
EUR/USD	1.4768	1.4600	1.4200	1.4000	1.3000	1.4200	1.3000
O/N	7.25%	7.00%	6.50%	6.50%	7.50%	6.50%	9.00%
Gösterge Tahvil	8.90%	8.50%	9.50%	10.00%	11.00%	9.50%	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 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.