

Makroskop

31 Ağustos - 6 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

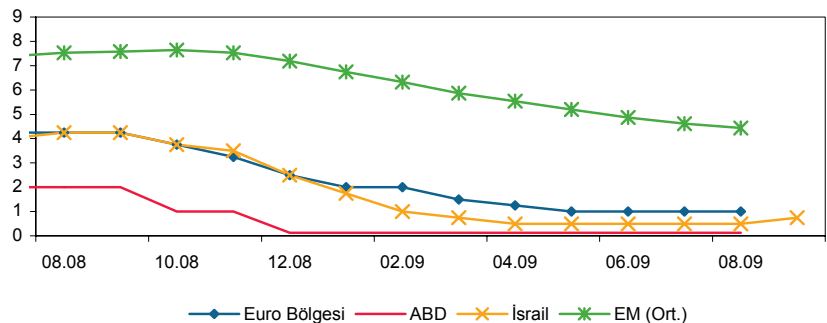
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Burası Türkiye, İsrail Değil!...

Geçtiğimiz haftanın en önemli gelişmesi, hiç kuşkusuz, İsrail Merkez Bankası'nın politika faizini sürpriz bir kararla 25 baz puan artışla % 0.75'e yükseltmesiydi. İsrail ekonomisinin küresel ekonomiye kıyasla görece küçüklüğü ve gerçekleşen artışın sınırlılığına rağmen faiz artışına bu derece önem verilmesi ise, parasal gevşeme sürecinde söz konusu ülkenin öncü bir rol üstlenmesinden kaynaklanıyordu. Gerçekten de, İsrail Merkez Bankası, gerek hızlı faiz indirimlerine yönelmede gerekse niceliksel gevşeme (quantitative easing) tedbirlerini almada, gelişmekte olan ülkeler arasında en önde giden merkez bankası olmuştur. Eylül 2008'de başlatılan faiz indirimleriyle % 4.25 olan politika faizi Nisan 2009'a gelindiğinde % 0.5'e gerilemiş, aynı süreçte bankalardan yüklü tahvil ve döviz alımına gidilerek yerel para likiditesi artırılmıştı. Alınan tedbirlerin semeresi olarak, İsrail'in bu süreçte üretim kaybı olarak en az etkilenen gelişmekte olan ülkeler arasında yer aldığı izlenmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksinin tepe ve dip noktası arasındaki kümülatif düşüş, İsrail ekonomisinde % 10.7 ile Türkiye ekonomisinde gerçekleşen % 18 düşüşten daha sınırlı olmuş, dip noktasından son aylık veriye kadar olan toparlanma ise % 2.1 ile yine bizden daha olumlu bir düzeyde gerçekleşmiştir. Dolayısı ile, küresel resesyondan çıkış sinyallerinin güçlendiği son dönemde gevşek para politikalarının terkedilme zamanlaması açısından İsrail'in aldığı bu karar önemli bir sinyal olarak algılanmışa benzemektedir. Genel beklenti, toparlanmanın gücüne bağlı olarak bu yön değişikliğini, her biri için farklı olmak üzere, diğer ülkelerin de belli bir gecikmeyle takip etmesi şeklindedir. Bu noktada, TCMB'nin de faiz indirimlerine en erken başlayan (Kasım'08) merkez bankaları arasında yer alması, "erken başlayan erken bitirir" gibi bir düşüncüye uyandırmış ya da bir diğer deyişle Türkiye'nin İsrail'i yakından takip etmeye aday ülkeler arasında görülmesini getirmiş olabilir. Kaldı ki, Türkiye için hızlı bir toparlanma senaryosu (V tipi) çizenler açısından bu önemli bir risktir. Bu haftaki raporda, bir yön değişikliğine ne kadar yakın olduğumuzu irdelemeye çalışacağız.

Para Politikası Faiz Oranları (%)

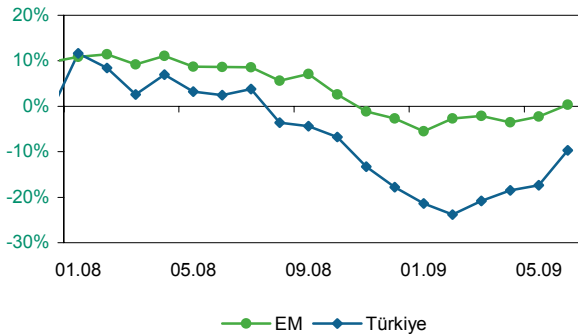


Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

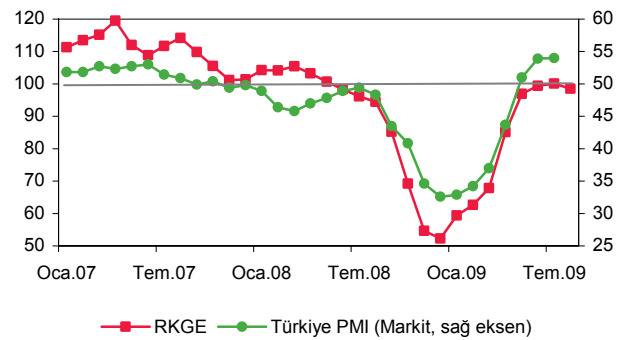
Genel olarak para politikaları ve faizler konusundaki düşüncelerimiz (bknz. 18 Mayıs ve 29 Haziran tarihli Makroskop) bilinmektedir. **Ekonomilerde aşırı boyutlara ulaşan atıl kapasiteden ve rekor düzeylere çıkan üretim açığından kaynaklanan düşük faiz ortamının kalıcı olduğunu düşünmüyoruz.** Hızlı toparlanma altında faizlerin uzun süre düşük kalması senaryoları bize gerçekçi gelmiyor. Mevcut faiz seviyelerinin ancak uzun sürecek durgunluk dönemi altında geçerli olabileceğini düşünüyoruz. Yani ya daha kötü bir büyüme görünümü ile enflasyon ve faizler düşük kalacaktır ya da daha iyi bir büyüme görünümü ile enflasyon ve faizler uzun dönem ortalamalarına daha yakın bir yerde oluşacaktır.

Ancak bu genel tespitlerimiz, kısacası düşük faiz ortamını kalıcı görmememiz, Türkiye'nin para politikası çıkış stratejisini erken uygulayacak ülkeler arasında olduğunu düşündüğümüz anlamına gelmemelidir. Zira, ekonomik aktivitede toparlanmanın yavaş olacağı düşüncemizi koruyor ve aşağıda incelediğimiz son veri ve gelişmelerle bu düşüncenin güçlendiğini görüyoruz. **Böylesi bir görünüm, Merkez Bankası'nın acele etmesine gerek olmadığını göstermektedir.** Büyüme görünümüne ilişkin genel algılamadan ayrıldığımız en önemli nokta, 2010 yılı için ortalama beklentiden çok daha yüksek bir büyüme tahmin etmemize karşılık bunu farklı yorumlamamızdır. İki hafta önceki raporda vurguladığımız gibi, "2010 yılı % 4 büyüme beklentimize ilişkin yukarı yönlü risklerin, 2009 yılında derinleşen zayıf baz etkisi ile artmış olduğunu düşünsek de, bu durumun teknik bir düzeltmeden ibaret olduğunu ve temel büyüme eğilimleri açısından olumsuz olan görünümü değiştirmeyeceğini düşünüyoruz." Baz etkisinin güçlü olduğu dönemlerde, sadece büyüme oranlarını izlemenin yanıltıcı ve yetersiz olacağını, toparlanmanın gerçek gücünü mevsimsel düzeltilmiş sanayi üretimi ve GSYH'nın seviye olarak ulaşacağı yerlerin göstereceğini vurguluyoruz. **Raporun başlarında bahsettiğimiz % 18'lik üretim kaybının yerine konması geciktikçe, arada kaydedilen büyümeler oransal olarak yüksek olsa bile geniş kesimler tarafından hissedilmesi pek mümkün olmayacaktır.**

Sanayi Üretimi (Yıllık Değişim)



Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) ve Türkiye PMI Endeksi (*)



(*) Genişleme ve daralma dönemlerini ayıran seviye, RKGE için 100, Türkiye PMI için 50 olarak kullanılmıştır.

Kaynak: Reuters, TCMB, Markit, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkez Bankası Ağustos ayı PPK toplantısı sonuç metninde, son dönemde açıklanan verilerin, iktisadi faaliyette gözlenmekte olan toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağına işaret ettiğini, dış talebin zayıf seyrini sürdürdüğünü, yurt içi yatırım talebinin gerilemekte olduğunu ve istihdam koşullarında belirgin bir iyileşme görülmediğini belirtmekte, yakın dönem gelişmelerinin tüketim talebindeki toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizlikleri artırdığını vurgulamaktadır. Bu son cümle, önceki haftalarda dikkat çektiğimiz vergi indirimleri sonrası yurtiçi talepte yeni bir zayıflama dönemini doğrulamakta, genel olarak ise yavaş toparlanma senaryomuzla uyumlu görünmektedir. **Ağustos ayının ilk ve en önemli verisi olan Reel Kesim Güven Endeksi de, üretim tarafındaki toparlanmanın ilk aylardaki hızını önemli ölçüde kaybettiğini yansıtmaktadır.** Temmuz ayında 100.1 değeri ile genişleme-daralma dönemlerini ayıran 100 seviyesine ulaşan endeks, Ağustos ayında 98.5'e gerilemiştir. Bu düşüşün, önceki 7 aydaki kesintisiz yükselişten sonra gelmesi

önemli bulurken, toplam siparişlerde mevcut durum değerlendirmelerinin ve gelecek döneme ilişkin beklentilerin kötümserleşmesinin, bu düşüşte önemli rol oynadığını görmekteyiz. **Bu gelişme, yılın ikinci çeyreğinde başlayan vergi indirimlerinin etkisini kaybetmesi ile ekonomide zayıf toparlanma eğiliminin devam etmesi beklentimiz ile uyumludur.**

Sonuç olarak, İsrail dünya üzerinde parasal ve niceliksel gevşeme dönemini sona erdiren ilk ülke olurken, düşük faiz ortamının çok uzun süre kalıcı olacağı düşüncelerinin yeniden sorgulanmasını tetiklemiştir. Türkiye'nin de parasal gevşemede erken davranan ülkeler arasında yer alması yakın gelecekte faiz artırımını spekülasyonuna konu olma potansiyeli oluşturmaktadır. Ancak algılamanın aksine Türkiye ekonomisinin zayıf ve yavaş bir toparlanma sürecinde olması ve bu düşüncemizin yeni verilerle de desteklenmesi, bu kez Merkez Bankası'nın yön değişikliği için acele etmesine gerek olmadığını düşündürmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

Bu hafta yurtiçinde dış ticaret istatistikleri ve enflasyon gibi kritik veriler gündemde olacak. Ayrıca Hazine Eylül ayı Borçlanma Programı'nı da açıklayacak. Yurtdışında ise Euro Bölgesi ve ABD'de PMI endeksleri önemli olurken, ABD'de istihdam piyasası ön planda olacak. ADP İstihdam Raporu, tarım dışı istihdam ve işsizlik oranı gibi veriler piyasa tarafından yakından izlenecek. Bununla birlikte Fed'in 12 Ağustos'taki toplantısına ilişkin notlar da Çarşamba günü yayınlanacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Hazine Borçlanma Prog., Eyl.	-	31 Ağu.	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Tem.	US\$ mln	31 Ağu., 17:00	13.1 & 9.1 (13.0 & 9.0)
Orta	TİM İhracat, Ağu.	US\$ mln	1 Eyl.	6.8
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Ağu.	-	1 Eyl., 9:00	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Ağu.	% aylık	1 Eyl., 12:00	-
Yüksek	TÜFE, Ağu.	% aylık	3 Eyl., 17:00	0.1 (0.21)
Yüksek	ÜFE, Ağu.	% aylık	3 Eyl., 17:00	(0.21)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat San. PMI Endeksi, Ağu.	-	1 Eyl., 10:58	47.9
Yüksek	ABD	İmalat San. ISM Endeksi, Ağu.	-	1 Eyl., 17:00	50.3
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Tem.	% aylık	1 Eyl., 17:00	0.0
Orta	Euro Bölgesi	GSYİH (1. revizyon), 2Ç	% çeyrek	2 Eyl., 12:00	-0.1
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Ağu.	bin	2 Eyl., 15:15	-263
Zayıf	ABD	İşgücü Maliyeti & Verimlilik, 2Q	% çeyrek	2 Eyl., 15:30	-5.3 & 5.9
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sek. PMI Endeksi, Ağu.	-	3 Eyl., 10:58	49.5
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	3 Eyl., 14:45	değişim yok
Yüksek	ABD	Hizmet Sek. ISM Endeksi, Ağu.	-	3 Eyl., 17:00	48.0
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Ağu.	bin	4 Eyl., 15:30	-223
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Ağu.	%	4 Eyl., 15:30	9.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	928.7	1,018.5	1,126.2
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	599.2	648.7	691.8
GSYİH büyümesi	1.1	-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	-37.8	-61.2	-66.1
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	102.4	102.7	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	140.2	163.9	172.2
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.3	-11.5	-32.1	-34.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-5.0	-5.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	28 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4955	1.5000	1.5000	1.5600	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1319	2.1000	2.1000	2.1500	2.0500	2.1000	2.0500
Döviz Sepeti	3.6274	3.6000	3.6000	3.7100	3.6300	3.6000	3.6300
EUR/USD	1.4255	1.4000	1.4000	1.3800	1.3000	1.4000	1.3000
O/N	7.75%	7.00%	7.00%	7.00%	8.50%	7.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.50%	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.