

## Makroskop

6 - 12 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

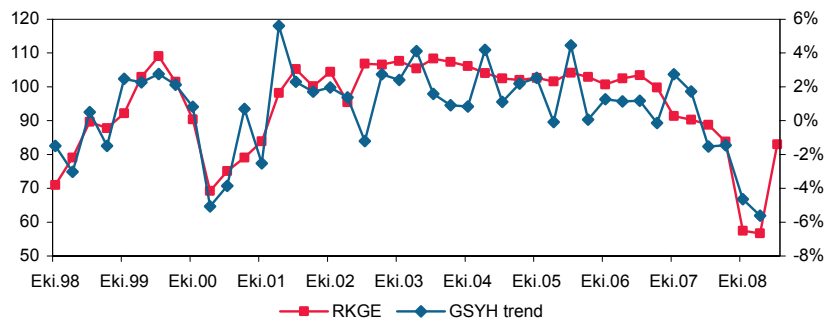
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Bu da Bana Ders Olsun...

Geçtiğimiz haftanın verileri yine aynı çelişkiyi yaşattı. **Geriden gelen ilk çeyrek büyüme verilerine bakarak karamsarlığa mı girelim, yoksa öncü göstergeler olan tüketici güveni ve Türkiye PMI endekslerinin Şubat ve Eylül 2006'dan beri en yüksek seviyelerine çıkmasına bakarak ileriye dönük iyimserliğe mi kapılalım?...** İlk çeyrekte yıllık bazda % 13.8 oranındaki GSYH daralması ile OECD ülkeleri arasında başı çeker, bunun 2009 yılı büyüme beklentilerinde yeni bir aşağı yönlü revizyonu getirdiğini izlerken, ihracatın Haziran'da bile % 30'un üzerinde daraldığı bir ortamda vergi indirimleri ile öne çekilen iç talep artışına güvenerek, Türkiye en hızlı toparlanan ülke olur mu diyelim?... **Cevabımız her iki yaklaşımı da kategorik olarak reddetmemek gerektiği, iyimserlik ve kötümserliğin seçilecek bir taraf olmadığı, aksine veri gerçekleştirmeleri ve ekonomi yönetimleri tarafından atılan adımlarla bu algılamanın şekillenmesine izin vermemizin sağlıklı olacağı şeklindedir.** Bu temel saptamayı yaptıktan sonra, ilk çeyrekte konsensüs beklentiye göre daha kötümser olan daralma tahminimizi bile aşan gerçekleşmenin, 2009 yılı daralma tahminimizde hafif bir revizyon (% 5'den % 5.5'e) getirdiğini ama bunun taa Şubat sonunda çizdiğimiz görünüme bir değişiklik getirmediğini belirtmeliyiz. O tarihte büyüme beklentileri ortalama olarak hafif bir daralmaya işaret ederken, ilk ciddi revizyonu yapan (% 1 daralmadan % 5 daralmaya) kurum biz olmuştuk ve bu gelişme Hürriyet'in internet sitesinde "ekonomide şoke eden revizyon" başlığı ile verilmişti. Şimdi diğer kurumlarca yapılması gerekli olan revizyonun etkilerinin, hele ki hükümet bile kendi öngörüsünü bu seviyelere çekerken, o derece şoke edici olmayacağını düşünüyoruz. Bir kere daha tekrar edelim, krizin en kötü döneminin ilk çeyrekte yaşandığını ve öncü sanayi üretim verilerine göre toparlanmanın Nisan ayında başladığını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, mevsimsel düzeltilmiş verilerde son dört çeyrekte ardarda gözlenen daralmanın, yerini ikinci ve üçüncü çeyrekte toparlanmaya bırakacağını, ancak yıllık GSYH değişim rakamlarında pozitif değerleri görmemizin, geçtiğimiz senenin zayıf bazı ile karşılaştırma yaptığımız, yılın son çeyreğini bulacağını öngörüyoruz.

Reel Kesim Güven Endeksi ve GSYH

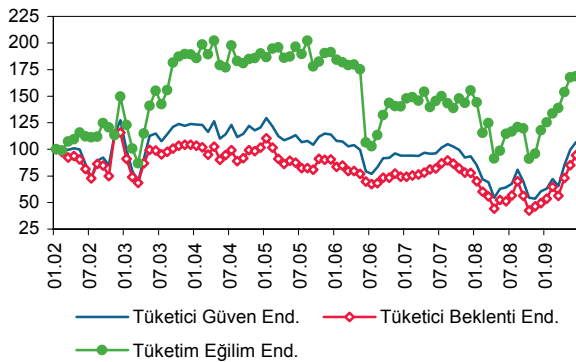


Kaynak: TÜİK, TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

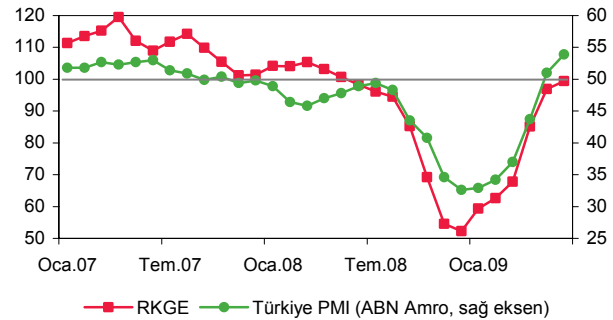
Bu noktada, bu kez cevabını veremeyeceğimiz bir soru daha sormak istiyoruz. **Büyümede alınan bu olumsuz sonuçlar, hükümeti bir IMF anlaşmasına daha da mı yakınlaştırır yoksa global ve lokal olarak alınan ileriye yönelik olumlu sinyaller bir anlaşmadan daha da mı uzaklaştırır?...** Tek istediğimiz en azından buradaki tercihin, belirsizlik sürecini daha da uzatmadan, netleşmesidir. Bu ay içinde tamamlanması beklenen Orta Vadeli Plan çalışmalarıyla beraber bu konuda alınacak karara ilişkin daha belirgin sinyallerin gelmesini umuyoruz.

**Öncü göstergelerin yansıttığı üzere, hem tüketicilerde hem de üretici reel kesimde beklentilerin bu denli iyileşmesi azımsanamayacak olumlu bir gelişmedir.** Resesyona gidişi hızlandıran gelişme geçen yıl son çeyrekte tüketicilerin sert frene basması olmuştur. Bu durum, aynı esnada bıçak gibi kesilen dış talep nedeniyle üreticileri öngöremedikleri bir stok birikimi ile başbaşa bırakmıştır. Son iki çeyreğin GSYH verileri stokları eritme çabalarını ve bu durumun GSYH'yi tek başına bile ne kadar ciddi boyutta aşağı çektiğini yansıtmaktadır. Sonrasında ise yurtiçi satışların toparlandığını ve bunun bir süre sonra yeniden stoklara yönelik üretimi ve dolayısı ile GSYH'ya katkıyı da getireceğini düşünmekteyiz. Öncü gösterge endeksleri de böylesi bir toparlanmayı doğrulamakta ama boyutu konusunda çok net bir bilgi verememektedirler. TCMB tarafından açıklanan Reel Kesim Güven Endeksi Haziran ayında, büyüme ve daralma dönemlerini ayıran kritik 100 değerine yaklaşarak 99.4 olurken, ABN Amro tarafından yayınlanan Türkiye PMI endeksi 53.9 ile son iki aydır 50 kritik değerinin üzerinde seyretmektedir. **Bütün bunlar heyecan verici gelişmeler olsa da, Haziran ayında da % 33 yıllık daralma gösteren ihracat görünümünde belirgin bir değişiklik olmadıkça, öncü göstergelerin ima ettiği sanayi üretim eğiliminin bizim 2009 yılı için çizdiğimiz patika (Makroskop 13 Nisan) ile uyumlu olmaya devam ettiğini düşünüyoruz.** Ancak üretim için çizdiğimiz bu görünümün faiz indirimlerine ara verilmesi için ön şart olarak Merkez Bankası tarafından saptanan "belirgin toparlanma" durumunu ne ölçüde karşıladığından emin olamıyoruz. Zira, bu ifade arka planda kalıcılığı da içeriyorsa, vergi indirimleri Eylül ayında tamamen sona ermeden iç talepteki toparlanmanın ne ölçüde kalıcı olduğu hakkında soru işaretleri varılmaya devam edecektir.

Tüketici Güven Endeksi (CNBC-e)



Reel Kesim Güven ve Türkiye PMI (\*) Endeksi



(\*) ABN Amro Markit Satınalma Yöneticileri Endeksi

Kaynak: TCMB, CNBC-e, Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

**Önemli bir diğer konu da, ilk toparlanmanın ardından, özellikle yılın son çeyreğinden itibaren canlanmanın ne kadar güçlü olacağıdır.** Krizden çıkışın ardından, sonrasındaki gerçek büyüme performansı, 2010 ve sonrasındaki büyüme tahminleri açısından esas gösterge olacaktır. Özellikle uzun vadeli güven açısından bir ekonomik program çerçevesinin, IMF'li veya IMF'siz olarak hayata geçirilmesi büyük önem taşıyacaktır. IMF'li bir programa kısa vadede güven duyulması daha kolay olurken, IMF'siz bir programda uygulamaya bakılacaktır. **2009 yılının zayıf baz etkisi, 2010 yılına özgü olarak yüksek yıllık büyüme rakamlarını belki mümkün kılacaktır, ancak temel büyüme eğilimi açısından özel sektör yatırımlarını ve tüketimini tekrar canlandıracak bir ekonomik çerçevenin ortaya çıkması belirleyici olacaktır.**

Sonuç olarak, uzun süredir bir korku tüneline geçmekte olduğumuzdan arkamıza baktıkça moralimiz bozulmakta, önümüze baktıkça umutlanmak için nedenler bulabilmekteyiz. Bir ekonomik döngüde iyimserliğin veya kötümserliğin kalıcı olamayacağını unutmadan, verileri ve alınan kararları yakından izlemeye devam ediyoruz. Bu bağlamda, beklentilerden kötü gelen büyüme verilerinin yol açacağı aşağı yönlü revizyonun önemli bir şoka yol açmasını beklemezken, esas şok potansiyelinin bu yılın son çeyreğinden itibaren gözlenecek canlanmanın ve bunun 2010 yılı büyümesine yansımalarının bir hayal kırıklığı yaratıp yaratmamasından kaynaklanacağını düşünüyoruz.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Yurtiçinde bu hafta, Çarşamba günü sanayi üretimi ile ekonomideki toparlanmanın Mayıs ayındaki gücünü izleyeceğiz. Haftanın son gününde ise kapasite kullanımı Haziran ayına ait üretime yönelik ilk sinyalleri verecek. Bu hafta ayrıca, hem mali dengeye hem de dış dengeye ilişkin de önemli veriler gündemde olacak. Yurtdışında ise ABD'de hizmet sektörü ISM endeksi, tüketici güveni önemli görünüyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, May.	% yıllık	8 Tem., 10:00	-15.7 (15.7)
Orta	Nakit Bazlı Faiz Dışı Denge, Haz.	TL mlr	8 Tem.	-1.6
Orta	MB Beklenti Anketi, Tem.I	-	9 Tem.	-
Orta	CNBC-e Tüketim End., Haz.	-	10 Tem., 10:00	-
Yüksek	Kapasite Kullanımı, Haz.	%	10 Tem., 10:00	-
Yüksek	Cari Açık, May.	US\$ mln	10 Tem., 17:00	-1,600

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Haz.	-	6 Tem., 17:00	45.6
Zayıf	Euro Bölgesi	GSYİH (son veri), 1Ç % çeyrekse	-	8 Tem., 12:00	-2.5
Orta	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	9 Tem., 14:00	değ. yok
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Haz.	%	10 Tem., 15:30	0.4 & 1.6
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, May.	US\$ mlr	10 Tem., 15:30	-30.0
Orta	ABD	Michigan Tük. Güv. End., Tem.	-	10 Tem., 16:55	71.0

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	932.0	1,023.1	1,131.1
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	589.9	635.5	686.7
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	-38.9	-62.3	-68.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.2	98.7	106.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	137.2	161.0	174.4
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-12.6	-33.3	-36.0
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.1	-5.2	-5.2

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	3 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5206	1.5500	1.5500	1.5500	1.6400	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1416	2.1400	2.0900	2.0200	2.1700	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.6622	3.6900	3.6400	3.5700	3.8100	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.4084	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	11.70%	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 <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.