

Makroskop

7 - 13 Ocak 2008

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 Yıldız (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

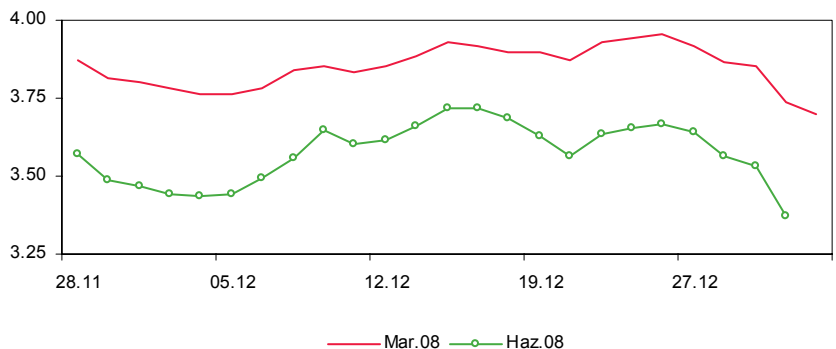
Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

ISM, Ne Desem?...

Yeni yılın çok kritik bulduğumuz ilk veri açıklamalarının, özellikle ABD'de büyüme görünümü açısından en olumsuz senaryoyu destekler şekilde gerçekleştiği izlenmektedir. Uzun yıllardır her ay düzenli olarak ISM enstitüsü tarafından yayınlanan PMI endeksi (bizdeki reel kesim güven endeksinin muadili) Aralık ayında genişleme ve daralma dönemlerini birbirinden ayıran 50 kritik seviyesinin belirgin olarak altına gerilemiş ve 47.7 ile son 4.5 yılın en düşük seviyesine inmiştir. **Bu bizce, ilk ciddi resesyon sinyalidir. Mevcut görünüm, son çeyrekte de sınırlı bir büyüme yaşandıktan sonra, 2008 yılının ilk çeyreğinde ekonomik aktivitenin 2001 resesyonundan sonra ilk kez daralma gösterme ihtimalinin arttığını düşündürmektedir.**

FED'in Aralık ayı toplantısı sonrası yayınlanan 17 Aralık tarihli Makroskop'ta, kısa vadede ABD'de büyüme görünümüne ilişkin hızlı ve güvenilir bir fikir edinmenin yolunun ISM endekslerini izlemekten geçtiğini ve son iki resesyonda da ISM endeksinin aylar öncesinden 50 sınırının altına gerileyerek uzun süre bu bölgede seyrettiğini vurgulamıştık. Örneğin; ABD'de resesyonların resmi belirleyicisi olan NBER'in başlangıcını Mart 2001 olarak saptadığı son resesyonda ISM endeksi Ağustos 2000 - Şubat 2002 dönemini, benzer şekilde başlangıcı Ağustos 1990 olarak saptanan bir önceki resesyonda ise Mayıs 1989 - Haziran 1991 dönemini, 50 kritik seviyesinin altında geçirmiştir. Resesyon saptaması için bir diğer önemli gösterge olan tarım-dışı istihdamın ise ISM'e benzer bir öncüleme gücü bulunmamaktadır. Son iki resesyona incelendiğinde, istihdamdaki azalışların NBER'in sonradan saptadığı başlangıç noktalarıyla paralel olarak gerçekleştiği görülmektedir. **Bir diğer deyişle, Aralık ayı verisinde ve sonraki bir kaç ayda istihdam artışının devam etmesi bile resesyon endişelerini yeterince azaltıcı bir gelişme olmayacaktır.**

Vadeli İşlemlerde FED Faiz Oranı Beklentisi (*)

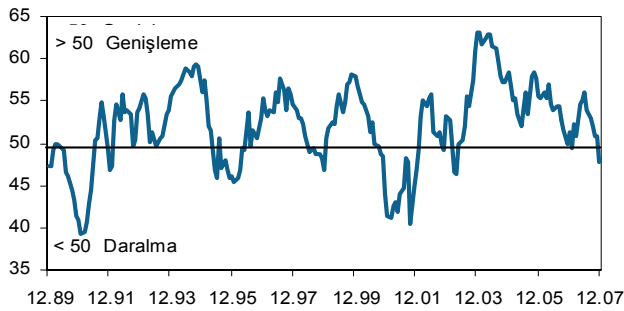


(*)Şikago Opsiyon Borsasında geçen işlemlerden hesaplanmıştır.
Kaynak: Reuters

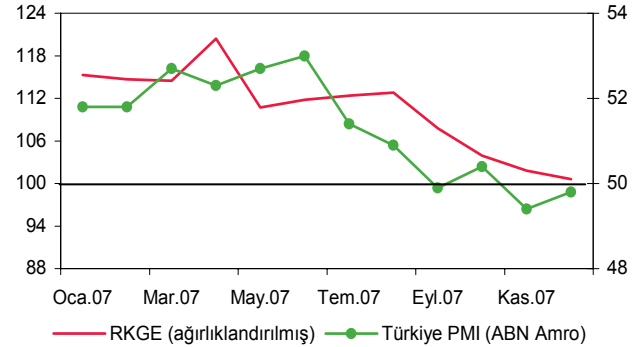
Daha önce de belirttiğimiz gibi, resesyon ihtimalinin artmasının para politikasına yansımaları daha belirgin olabilecektir. Faiz indirimlerinde hangi derecede agresif olunacağı da, ABD için belki de enflasyondan fazla büyüme görünümüne bağlı olacaktır. Zira, en son resesyon dönemleri olan 1991 ve 2001'de toplam faiz düşüşü 500 baz puanına ulaşırken, her ikisinde de çekirdek TÜFE bugüne göre daha yüksek seviyelerde bulunmaktaydı. Elbette faiz indirimlerinin başlangıç noktası % 5.25 olduğundan bu ölçüde bir indirim beklemek gerçekçi değildir. Ancak sınırlı indirimlerle bu sürecin atlatılabileceği de düşünülmemelidir. Bugün itibarı ile, vadeli kontratlar faiz indiriminin 30 Ocak'taki toplantıda 50 baz puanı çıkmasına % 32 gibi bir olasılık verirken, ilk yarı sonunda politika faizinin şu andaki % 4.25'ten % 3.5'e yıl sonunda ise % 3'e inmesini fiyatlamaktadır.

ABD'de durum böyle iken, şimdilik tek teselli, başta Euro Bölgesi ve Japonya olmak üzere dünyadaki diğer önemli ülkelerde PMI endekslerinin 50 seviyesinin üzerinde kalmaya devam etmesidir. Bu görünüm korunabildiği ölçüde, ABD'de olası bir resesyonun küresel çapta yansımalarının ölçülür bir yavaşlama ile sınırlı kalabilme ihtimali bulunacaktır. Bu doğrultuda, Euro bölgesinde 52.6 düzeyindeki PMI gerçekleşmesinin yansıttığı gibi ekonomik aktivitenin göreceli olarak güçlü kalmasını ve bu bölgenin lokomotif ülkesi Almanya'daki 53.6'lık gerçekleşmeyi, ihracatımızdaki payları düşünüldüğünde Türkiye ekonomisinde görülen yavaşlama eğiliminin daha sertleşmemesi açısından önemli ve olumlu bulmaktayız. Ancak, hafta içinde açıklanan gerek TCMB'nin Reel Kesim Güven Endeksi ve gerekse ABN Amro'nun Türkiye PMI endeksinin Aralık ayı değerlerinin ekonomik aktivitede yavaşlama eğiliminin devam ettiğini yansıttığını da belirtmeden geçemeyeceğiz.

ABD ISM (Institute of Supply Management) PMI (*) Endeksi



Türkiye'de Reel Kesim Güven Endeksleri



(*) PMI (Satınalma Yöneticileri Endeksi) reel kesim yöneticileri arasında yapılan beklenti anketine verilen cevaplardan derlenen ve ekonomik aktivitenin yakın gelecekteki gelişimini öncüler. Endeks için 50'nin üzerindeki değerler büyümeye, altındaki değerler ise daralmaya işaret eder.

Kaynak: ISM, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

ABD ekonomisindeki görünümün ekonomimiz üzerinde doğrudan etkisi sınırlı olsa da, son yıllarda küresel finansal entegrasyonun çok artması nedeniyle para politikası kanalı üzerinden etkisi daha belirgin olabilecektir. Bu bağlamda, Eylül ayı toplantısı öncesinde tarım-dışı istihdamın negatif gelmesi (daha sonra pozitif olarak revize oldu) ve bu doğrultuda artan büyümeye ilişkin endişelerle TCMB'nin faiz indirimini beklenenden 1 ay önce başlatması iyi bir örnektir. Diğer koşullar aynı kalmak üzere, ISM'deki sert düşüşün de benzer etkisi olabilecektir. Bu doğrultuda, ABD ekonomisinde daralmaya işaret ederek ABD'de faiz indirim beklentilerini artıran ekonomik aktivite göstergesinin, yurtiçi enflasyon görünümünde (temel eğilim) belirgin bir bozulma olmadığı sürece, TCMB'nin faiz indirim sürecini destekleyebileceğini düşünüyoruz.

Enflasyon 2007 yılını % 8.4 artışla kapatırken, görünümde önceki aya göre belirgin bir değişiklik olmadığı izlenmektedir. Çekirdek fiyat göstergelerinde ise, sınırlı artış eğilimi Aralık ayında da devam etmiştir. Merkez Bankası'nın enflasyon dinamikleri açısından önem verdiği H çekirdek fiyat göstergesindeki (işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içkiler, tütün ve altın hariç) yıllık artış önceki aya göre 0.2 puan yükselerek % 6.6 olmuştur. Son iki aydaki artış da 0.6 puan

ulaşmıştır. Ancak bilindiği gibi, Merkez Bankası buradaki artışları H göstergesinden dışlanmayan işlenmiş gıda fiyatlarındaki artışa bağlamakta ve buna bir tepki vermeyeceğini dile getirmektedir. Buna karşılık, bir diğer önemli çekirdek gösterge olan hizmet fiyatlarındaki yıllık artış ise önceki aya göre sınırlı bir düşüş göstererek % 8.5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Düşüş eğiliminin genele yayılmış olması, zayıf talep koşullarının enflasyonu desteklemeye devam ettiğini düşündürmektedir. Bu da H göstergesindeki bozulmayı bir ölçüde telafi ederek enflasyon görünümünde önceki aya göre fazla bir değişiklik olmamasını getirmiştir.

Önümüzdeki döneme baktığımızda, Ocak ayında elektrik ve doğalgaz zamlarının yıllık enflasyona 0.5-0.7 puan arasında ek yük getireceğini hesaplarken, bunun yıllık enflasyon oranını yüksek tutarak beklentileri olumsuz etkilemesi ve ikincil etkilerle enflasyonun orta vadeli eğilimini bozması riski bulunmaktadır. Bu da Merkez Bankası'nın sonraki toplantılarında faiz indirimlerini zorlaştırabilir. Buna karşılık, işi daha da karmaşık hale getiren ise, dış konjonktürdeki bozulmanın, son gelen verilerle daha da derinleşmesidir. ABD'de hafta içinde açıklanan imalat sanayi ISM endeksi, resesyon endişelerini artırmıştır. Bu da önümüzdeki dönemde yurtiçi ekonomik aktivitede, halihazırda derinleşen yavaşlama eğiliminin daha da kötüleşmesini getirebilir. Bu görünüm altında da, büyümede artan riskleri dikkate alarak aslında TCMB'nin faiz indirimlerini daha hızlı hayata geçirmesi gerekmektedir. **Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın para politikası üzerinde farklı yönde etkileri bulunan hem büyüme hem de enflasyon risklerinin artmasını dikkate alacağını ve bunun da mevcut duruşunu korumasını getireceğini, bu doğrultuda da 17 Ocak PPK toplantısında 50 baz puanlık indirime devam edeceğini tahmin ediyoruz.**

Kısaca, ABD'de ekonomik aktivitenin daralma eğilimine girdiğini düşündüren ISM gerçekleşmesini önemsiyor, FED'in bu gelişmeyi büyüme üzerindeki risklerin enflasyona göre ağır bastığı şeklinde yorumlayacağını düşünüyoruz. Bu olası değerlendirmenin Türkiye dahil dünya üzerindeki diğer ülkelerin para politikalarına yansımalarının, elbette o ülkedeki enflasyon görünümüne de bağlı olarak, en azından ek sıkılaştırmaya gerek görülmeceği şeklinde olmasını bekliyoruz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Önümüzdeki haftanın gündeminde ABD'nin konut verileri dışında Avrupa'nın iki önemli merkez bankasının vereceği faiz kararları izlenecek. Değişiklik beklenmese de, ileriye dönük para politikası duruşuna yönelik sinyaller önemli olabilir. Yurtiçinde açıklanacak sanayi üretimi, cari denge ve beklenti anketi gibi veriler ise daha ön planda olabilir.
- Bu hafta Hazine'nin önemli bir iftası yok. Buna bağlı olarak da herhangi bir ihale planlanmadı.

Yurtiçinde Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	Sanayi Üretimi, Kas.	% yıllık	8 Ocak, 09:00	4.0	4.6
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Ocak		9 Ocak	-	-
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Ocak	YTL mlr	10 Ocak	-1.5	-
Orta	CNBC-e Tüketim End., Ara.		10 Ocak, 9:00	-	-
Yüksek	Cari Denge, Kas.	US\$ mln	7 - 11 Ocak, 17:00	-3,800	-3,618

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Kas.	% aylık	8 Ocak, 17:00	0.0
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı, Ocak	%	10 Ocak, 14:00	4.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı, Ocak	%	10 Ocak, 14:45	5.25
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ara.	%	11 Ocak, 15:30	0.5 & 0.3
Zayıf	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Kas.	US\$ mlr	11 Ocak, 15:30	-58.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2006	2007t	2008t	2009t
GSMH (Mlr YTL)	575.8	638.2	693.9	758.0
GSMH (Mlr US\$)	399.7	489.5	556.3	574.3
GSMH büyümesi	6.0%	4.3%	4.5%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	11.6	5.6	4.0	3.0
TÜFE (yıllık %)	9.7	8.4	5.5	4.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-54.0	-61.9	-66.9	-65.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	85.5	106.7	121.4	137.6
İthalat (CIF, Altın dahil)	139.5	168.5	188.3	203.1
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-32.8	-37.6	-42.6	-40.0
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-8.2%	-7.7%	-7.7%	-7.0%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	4 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.1650	1.1630	1.1769	1.2102	1.2860	1.2860	1.2960
EUR/YTL	1.7169	1.6979	1.7183	1.7548	1.8000	1.8000	1.8140
Döviz Sepeti	2.8819	2.8609	2.8952	2.9650	3.0860	3.0860	3.1100
EUR/USD	1.4737	1.4599	1.4600	1.4500	1.3997	1.3997	1.3997
O/N	15.75%	15.25%	14.75%	14.75%	13.75%	13.75%	12.50%
Gösterge Tahvil	16.50%	16.00%	16.00%	16.00%	14.70%	14.70%	13.30%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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 Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya 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	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

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 çalışana 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.