

## Makroskop

1 - 7 Eylül 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

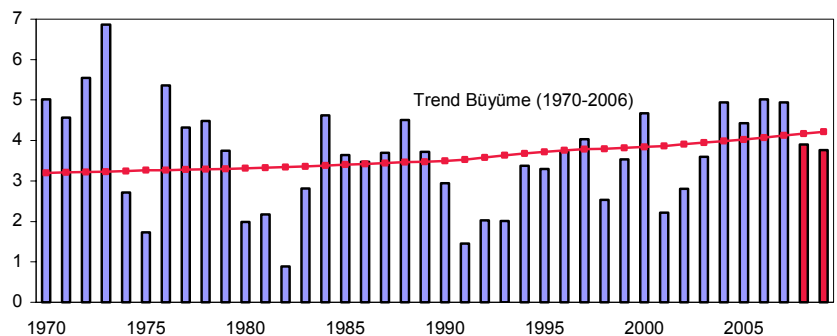
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### En Sondaki En Sağlam Halka...

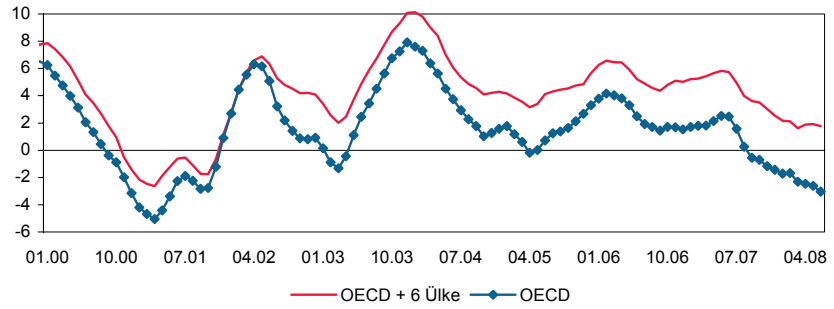
Son dönemde gelen veriler kredi krizinin patlak verdiği ABD'den sonra, Euro Bölgesi ve Japonya ekonomilerinin de durma noktasına geldiğini gösterirken, sıranın gelişmekte olan ülkeler ekonomilerinde olup olmadığına ilişkin belirsizlik ise önemli bir endişe kaynağı haline gelmiş bulunmaktadır. Krizin Avrupa kıyılarına vurduğunun anlaşılması Ağustos ayında piyasaların sıkıntılı bir dönem geçirmesini getirirken, buradaki risklerin halen tam olarak fiyatlandığını söylemek de zordur. Ancak esas şok, şimdiye kadar senaryolarda yer verilmeyen ve bu doğrultuda hiç fiyatlanmamış olan gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının belirgin olarak gerilemesi durumu olacaktır. Şimdiye kadar bu yönde bir gelişmeye işaret eden bir veri açıklanmamış olmasına karşılık, son dönemde bu gruptaki borsaların net bir düşüş eğilimine girmesi ve para birimlerinin değer kaybı yaşaması dikkat çekmiştir. Başlangıçta, genel olarak emtia ihracatçısı olan ülkelerin, emtia fiyatlarında Temmuz ortasında görülen sert düşüşten olumsuz etkilenecek olmalarına bağlanan değer kayıpları, bu fiyatlardaki düşüş eğiliminin son günlerde durmasına rağmen devam ederek belirsizliklere yeni bir boyut kazandırmıştır. IMF'nin geçen hafta yayınladığı revize büyüme tahminleri de ABD'deki yavaşlamanın diğer ülkelerde daha belirgin hissedileceği senaryosunu desteklemektedir. IMF, Euro Bölgesi için 2008 büyüme tahminini % 1.7'den % 1.4'e, 2009 için ise % 1.2'den % 0.9'a çekerken, ABD için 2008 büyüme tahminini % 1.3 olarak korumuş, 2009 tahminini ise 0.1 puan düşüşle % 0.8'e revize etmiştir. Böylece, global büyüme projeksiyonu 2008 için % 4.1'ten % 3.9'a ve 2009 için % 3.9'dan % 3.7'ye revize olmuştur. Ancak, global büyümenin uzun vadeli trendinin % 4 civarında olduğu ve gelişmiş ülkelerde resesyona uğrayan yıllarda bile global büyümenin % 1-2 aralığında gerçekleştiği dikkate alındığında, IMF'nin senaryosunun gelişmekte olan ülkeler tarafında karanlık bir tablo çizmediği söylenebilir. Gerçekten de, son yıllarda Dünya'da büyümenin önemli bir kısmı ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'nın dışındaki ülkelere (özellikle küresel sisteme yeni entegre olan Çin ve Hindistan ile Brezilya ve Rusya) gelmektedir.

Dünya Ekonomisi GSYH Büyüme Oranları (% , 1970 - 2006)



Bu ülkelerin büyüme döngülerinin gelişmiş ülkelerin döngüleriyle ilişkisinin güçlü olduğunu öne sürmek ne kadar zorsa, “gelişmiş ülkelere olumsuz bir yansıma gelmez” demek de o kadar zordur. **Kesin olan tek şey, gelişmiş ülkelerin son durumu da dikkate alındığında, gelişmekte olan ülkelere büyüme eğiliminin devam etmesinin dünya açısından giderek daha kritik bir değişken olmaya başladığıdır.** Bu nedenle, üretim ve büyüme verilerinin geriden geldiğini de dikkate alarak, OECD tarafından her ay düzenli olarak açıklanan Bileşik Öncü Göstergeler gerçekleştirmelerini yakından takip etmekteyiz. Bu tür çalışmalarda amaç, ekonomik aktivite göstergesi olan bir değişkenin (sanayi üretimi) dönüm noktalarını söz konusu öncü gösterge ile önceden saptayabilmektir. OECD, bu endeksin altı aylık değişimlerinin yıllıklandırılmış halinin, dönüm noktalarını 6-9 ay arasında öncülediğini belirtmektedir. Bu gösterge 2007 ikinci yarısından itibaren, ABD, Euro Bölgesi, Japonya ve OECD geneli için negatif bölgeye inmiş ve halen bu bölgede seyretmektedir. Buna karşılık, **OECD üyesi olmayan yukarıda bahsettiğimiz ülkelerin de dahil olduğu 6 ülke hesaplamaya dahil edildiğinde, ki kabaca küresel büyüme eğilimini temsil ettiğini varsayabiliriz, % 2'nin biraz altındaki değerlerin büyümenin devam ettiğine ancak bunun 2001 resesyonundan beri en zayıf eğilime işaret ettiğine şahit olmaktadır.** Dolayısı ile, 2002-06 ortalamasının % 5 olduğunu dikkate alarak trend-altı büyüme dönemine girildiğini söyleyebilirken, 2001 yılındaki resesyonda küresel büyüme eğilimindeki daralmanın % 2'ye kadar ulaştığına dayanarak, son dönemdeki yavaşlamaya rağmen mevcut seviyelerin “kötünün iyisi” olarak değerlendirilebileceğini düşünmekteyiz.

OECD Bileşik Öncü Göstergesi (6 Aylık Değişimlerin Yıllıklandırılmışı)

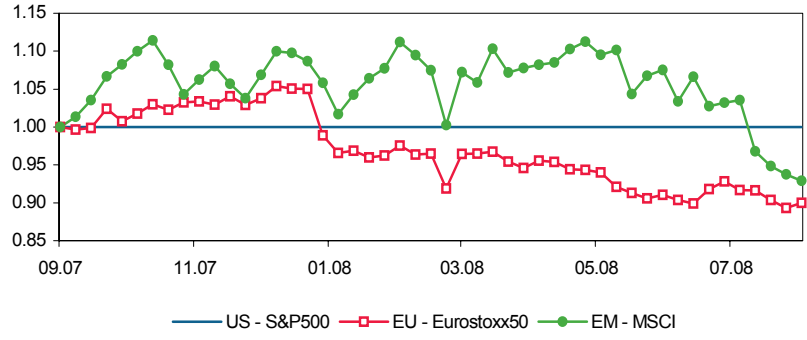


(\* OECD üyesi olmayan Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Rusya ve G. Afrika)

Kaynak: OECD, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

**Öte yandan, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere dünya genelinde büyüme hızlarında belirgin bir yavaşlama içinde olunması, her ülke piyasasının ve finansal göstergelerinin aynı şekilde etkileneceği anlamına da gelmemektedir. Özellikle büyümedeki göreceli performansa ilişkin algılamaların önemli bir belirleyici olduğunu düşünmekteyiz.** Örneğin; kredi krizinin patlak verdiği ABD’de, Fed’in agresif faiz indirimleri ve hükümetin vergi iadeleri ile yılın ilk yarısında büyüme Euro Bölgesi’nden daha güçlü olmuş, fiyat istikrarına odaklanan ECB’nin aynı desteği veremeyeceğinin anlaşıldığı andan itibaren bu durum önce borsa performanslarına yansıtılmış, sonrasında uzun vadeli tahviller arasındaki fark azalmış ve dolar belirgin bir toparlanma göstermiştir. **Bu bağlamda, krizin ilk yılının tamamında ABD borsalarına göre sürekli olarak daha iyi performans gösteren gelişmekte olan ülke borsalarının (MSCI endeksi) son dönemde daha kötü performans kaydetmesi, beklentilerin önceden satın alındığı bu piyasaların iletmiş olduğu tedirgin edici bir sinyal olmuştur.** ABD, Euro Bölgesi ve Japonya’dan kötü haber ve verilerin uzunca bir süre daha gelmeye devam edeceği açıktır. Ancak, büyük ölçüde fiyatlanan bu gelişmelerin etkisi zamanla sınırlanırken, piyasaları hareketlendirecek olan haber ve veriler giderek gelişmekte olan ülkeler kaynaklı olmaya başlayabilecektir. 2001 krizinden beri önemli yapısal değişimler geçiren ve kırılganlıkları önemli ölçüde azalan bu ülkelerin geçmiş resesyonlardaki kadar olumsuz etkilenmesi beklenmemelidir. Ancak bu durum bu ülkelere gelecek ekonomik aktiviteye ilişkin verilerin önemini de azaltmayacaktır.

Borsalarda ABD'ye Göre Göreceli Performans (Ağustos 2007 = 1.00)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Özetle, gelişmiş ülkelerin durgunluk dönemine girdiğinin ve resesyonun eşliğinde olduklarının daha netleştiği son dönemde, şimdiye kadar sağlam duran gelişmekte olan ülkelerin bu durumlarını ne kadar koruyabilecekleri daha fazla sorgulanmaya başlamıştır. Henüz verilere yansımaya da, öncü göstergeler küresel büyüme eğiliminin 2001 resesyonundan beri en zayıf noktasında olduğunu yansıtmakta, gelişmekte olan ülke finansal göstergeleri büyümede belirgin zayıflama beklentisinin satın alındığını düşündürmektedir. Önümüzdeki dönemde bu algımanın verilerle onaylanıp onaylanmayacağı, küresel piyasaların Temmuz ortasındaki dip seviyelerinden daha kötü bir noktaya gidip gitmeyeceği konusunda belirleyici olacaktır.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta İTO fiyat endeksi ve TÜİK enflasyonu ile yurtiçi veri gündemi kritik olacak. Ayrıca Çarşamba günü KKTC Cumhurbaşkanı Talat ve Güney Kıbrıs Rum kesimi lideri Hristofiyas birleşme görüşmeleri için bir araya gelecek.
- Yurtdışında Euro Bölgesi ve ABD PMI endekslerine ek olarak ABD'de tarım dışı istihdam yatırımcıların ilgi odağında olacak. Ayrıca, Fed başkanlarından Fischer ve Yellen'in Perşembe günü söyleyecekleri önemli olabilir. Diğer yandan, ABD'de Pazartesi günü piyasalar tatil nedeniyle kapalı olacak.
- Hazine'nin bu hafta Çarşamba günü yaklaşık 1.4 mlr YTL (0.3 mlr YTL'si döviz cinsinden) itfa gerçekleştireceğini tahmin etmekteyiz.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Ağu.	-	1 Eyl. , 09:00	-
Orta	TİM İhracat, Ağu.	Mln dolar	1 Eyl.	(11,000)
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Ağu.	% aylık	1 Eyl. , 12:00	(0.4)
Yüksek	TÜFE, Ağu.	% aylık	3 Eyl. , 17:00	0.24 (-0.10)
Yüksek	ÜFE, Ağu.	% aylık	3 Eyl. , 17:00	-0.03 (-0.60)

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Ağu.	-	- 1 Eyl. , 11:00	47.5 (47.7)
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Ağu.	-	- 1 Eyl. , 17:00	49.9 (50.0)
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Ağu.	-	- 3 Eyl. , 11:00	48.2 (48.5)
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı, Eyl.	baz puan	4 Eyl. , 14:00 deę. yok ( deę. yok)	
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı, Eyl.	baz puan	4 Eyl. , 14:45 deę. yok ( deę. yok)	
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Ağu.	bin	4 Eyl. , 15:15	-20.0
Orta	ABD	Verimlilik, 2Ç	% çeyrek	4 Eyl. , 15:30	2.8 (2.9)
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Ağu.	-	- 4 Eyl. , 17:00	49.4 (50.0)
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Ağu.	bin	5 Eyl. , 15:30	-73.0 (-60.0)
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Ağu.	%	5 Eyl. , 15:30	5.7 (5.7)

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	787.7	832.1	887.7
GSYİH büyümesi	4.5	4.5	5.0	5.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	13.0	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	11.0	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-82.7	-91.3	-98.1
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	139.4	155.6	173.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	222.1	246.9	271.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.8	-52.8	-56.4	-60.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.7	-6.8	-6.8

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	29 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.1818	1.1900	1.2200	1.2500	1.2800	1.2400	1.2800
EUR/YTL	1.7454	1.7700	1.8200	1.8600	1.8400	1.8500	1.8400
Döviz Sepeti	2.9272	2.9600	3.0400	3.1100	3.1200	3.0900	3.1200
EUR/USD	1.4769	1.4870	1.4900	1.4880	1.4400	1.4900	1.4400
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.75%	15.00%	16.75%	15.00%
Gösterge Tahvil	18.84%	18.40%	18.20%	18.20%	16.20%	18.20%	16.20%

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 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> 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.