

# Makroskop

28 Temmuz – 3 Ağustos 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

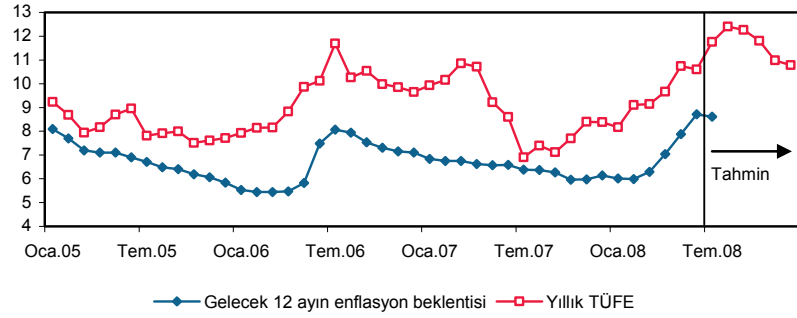
### Belirsizlikler Sonda, Yenileri Yolda...

Bu hafta kadar gündemin yoğun olduğu bir dönemi çok uzun süredir yaşamamıştık. Yurtiçine baktığımızda AKP'ye açılan kapatma davasının karar görüşmesine 28 Temmuz Pazartesi günü başlanacak ve karara varılana kadar da heyet hergün toplanacak. Görüşmelere beklenenden daha erken bir tarihte başlanması, kararın da mümkün olan en erken zamanda, hatta aynı hafta içerisinde açıklanması beklentilerini güçlendirdi. Son dönemde yurtiçi piyasaların, yurtdışına göre yılbaşından beri gösterdiği olumsuz performansı bir ölçüde geri almasına yol açan ve piyasalara daha olumlu bir hava getiren, AKP'nin kapanmaması veya kapansa da sonrasında tek parti iktidarının devam etmesi senaryolarına ne kadar inanıldığı da bu dönemde testten geçirilmiş olacak. Diğer taraftan, bu dava ile bağlantılı olmasa da, arka planda gündemi meşgul eden Ergenekon davasının iddianamesine mahkemenin vereceği kabul veya red yönünde karar (son tarih yine 28 Temmuz olarak hesaplanıyor, ancak öncesinde de açıklama gelebilir) ve 1-4 Ağustos tarihlerinde yapılacak Yüksek Askeri Şura toplantısı da politik senaryoların zenginleşmesini ve çeşitlenmesini sağlamış gibi görünüyor.

Yurtdışına yönelik olarak kritik veri gündemine birazdan geleceğiz, ancak yurtiçinde beklenen gelişmeler bunlarla da bitmiyor. Yine Pazartesi günü Merkez Bankası, 3 ayda bir güncellediği Enflasyon Raporu'nu yayınlayacak. 2008 sonu enflasyon tahminini % 9.3'e çıkarttığı Nisan raporunda bugüne görünümde önemli değişiklikler oldu. Öncelikle, raporun yazıldığı sıralarda yılbaşına göre sepet bazında (1 dolar + 1 euro) kurlardaki artış % 19'a kadar ulaşırken, son dönemde bu oran % 7'ye kadar gerilemiştir. Ayrıca gıda fiyatlarındaki toplam yıllık artış fazla değişmese de, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yıllık artış Mart ayındaki % 11.5'ten, Haziran'da % 2.6'ya kadar gerilemiştir. Bu da Haziran'da % 25.8'i bulan işlenmiş gıda fiyatlarındaki artışı önümüzdeki dönemde aşağı çekme ihtimalini güçlendirmektedir. Diğer taraftan, petrol fiyatları 150 dolara yaklaştıktan sonra son günlerde 125 dolar civarına gerilese de halen son raporda enflasyon tahminleri yapılırken varsayılan 105 doların % 19 üzerinde seyretmektedir. Sonuç olarak sadece petrol fiyatlarının doğrudan etkisi enflasyon tahminlerine 0.8 puanlık bir yükseliş getirmesi gerekirken, kurlardaki gerilemenin de benzer seviyede bir düşüş getirmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu gelişmeler birbirini dengelerken, en azından petrol fiyatlarındaki artışın elektrik fiyatları üzerindeki ikincil etkileri, bir de yemek ve ulaştırma hizmetlerinde gözlenen ikincil etkiler yılsonu enflasyon tahminini, önceki % 9.3'ten % 10.0-10.5 civarına yukarı çekebilecektir. Bunun yanında, Banka'nın son PPK toplantısındaki gibi, faiz artırımlarının sonuna yaklaşıldığı yönünde sinyal vermesi, ancak önümüzdeki aylarda % 12'nin üzerine çıkmasını beklediğimiz enflasyonun beklentiler üzerinde olabilecek olumsuz yansımalarını kontrol altında tutmak için de faiz artırım ihtimalini tamamen ortadan kaldırmaması gerektiğini düşünüyoruz. Bundan daha iyimser bir yaklaşımın, örneğin faiz artırımlarının sonuna geldiğinin daha güçlü

vurgulanması veya enflasyonda orta vadeli görünüm hakkında daha iyimser olunmasının ise, enflasyonla mücadele konusunda güven kaybına yol açabileceğini ve beklentilerin kontrol altına alınmasını güçleştireceğini düşünüyoruz. Ancak böylesi bir yaklaşıma ilk anda verilecek tepki ile % 0.3 olmasını beklediğimiz Temmuz ayı enflasyonu sonrasında, yıllık enflasyonun % 12'ye yaklaştığını gördükten sonra verilecek tepki farklı olabilir.

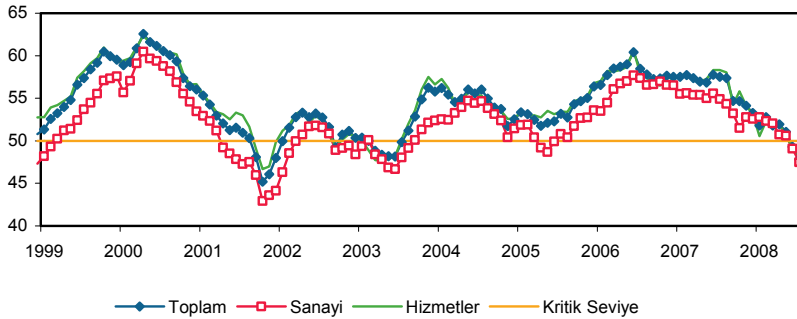
#### Enflasyon ve Beklentiler (% yıllık)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Yurtdışında ise öncelikli olarak, ABD'de Cuma günü açıklanacak Temmuz ayı tarım-dışı istihdam azalışının, önceki aya benzer şekilde 65 bin kişi düzeyinde gelip gelmeyeceğini izleyeceğiz. Aynı gün ABD ve Euro Bölgesi'nde açıklanacak ISM ve PMI öncü göstergeleri ve Perşembe günü ABD'de açıklanacak ikinci çeyrek GSYİH artışı da kritik öneme sahip. Euro Bölgesinde son açıklanan geçici PMI endekslerinin ve diğer iş ortamı göstergelerinin Temmuz ayı için belirgin zayıflamaya işaret etmeleri, buradan iyi bir haber gelmesi ihtimalini zayıflatmıştır.

#### Euro Bölgesi Öncü PMI Göstergeleri

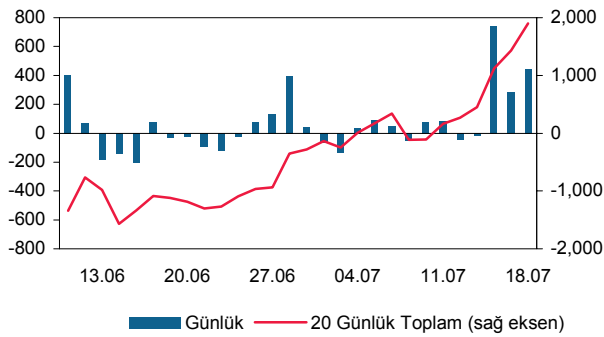


Bu kadar verinin ve gelişmenin bir arada cereyan etmesi, ilk anda durum tam olarak değerlendirilene kadar piyasa tepkisinin sınırlı kalmasını veya ilk verilen tepkinin zaman içerisinde yerini farklı bir algılamaya bırakmasını getirebilecektir. Türkiye özeline baktığımızda, AKP'nin olası kapatılma kararına verilecek farklı tepkiler olabilecektir. Son kamuoyu anketlerinin AKP, CHP ve MHP'nin aldığı oy oranlarının 2007 genel seçimindekine benzer olduğunu göstermesi, olası bir genel seçim senaryosu sonrasında her şeyin kaldığı yerden devam edeceği gibi bir algılamaya yol açabilir ve tepkinin sınırlı kalmasını getirebilir. Son olarak yayınlanan Genar, A&G ve Metropol'ün anketlerindeki oy oranlarının (kararsızlar dağıtılmış) ortalamasına baktığımızda, AKP, CHP ve MHP'nin aldığı % 44.8, % 19.3 ve % 12.9'luk oy oranları, 2007 seçiminde aldıkları % 46.6, % 20.9 ve % 14.3'lük oranlardan çok farklı değildir. Ancak bu sürecin her aşamasında, (yeni partinin kurulması, genel seçim kararı, seçimler) yeni belirsizlikler oluşabilecektir. Diğer taraftan, partinin kapatılmaması durumu da, ekonomi alanında reform sürecinin hızlanması, ekonomide kırılmalıkların azaltılması, IMF programı gibi yeni bir çıpanın hayata geçmesini garanti etmemektedir. Petrol fiyatlarının yüksek seyrettiği, bunun cari açığı artırdığı, diğer taraftan da dünya finansal piyasalarındaki kredi koşullarının sıkılaştığı bir dönemde, şu an için ikinci plana

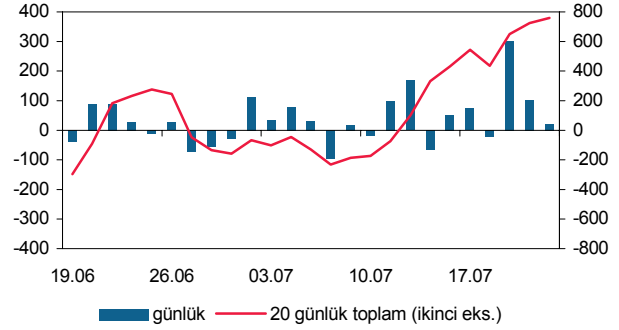
itilen Türkiye'nin temel risklerinin tekrar gündemde yerini alması an meselesi gibi durmaktadır. Özellikle de ABD'deki ekonomik çalkantının, AB başta olmak üzere daha genele yayılmaya başladığı yönündeki görüşü destekleyen veriler gelmeye devam ettiği durumda...

Bu riskler devam ederken, Haziran ayı enflasyonunun beklentilerden iyi gelmesi, Hazine'nin 16 Temmuz itfasını sorunsuz atlatması bir yandan, bir yandan da politik taraftaki risklerin fiyatlara yeterince yansıdığına düşünülmesi ile özellikle yabancı yatırımcıların tekrar belirgin bir fon girişine başladıkları izleniyor. Bono tarafında 16 Temmuz tarihinin bu açıdan milat olduğu ve 16-18 Temmuz arasında yabancı yatırımcıların 1.5 mlr dolarlık tahvil alımına gittikleri görülüyor. Bu tarihlerde gösterge tahvil faizi de 1.1 puan gerilemişti. Yurtiçi yerleşikler bu dönemde 0.3 mlr dolar portföy azaltırken, bankaların portföyünde ise 0.8 mlr dolar gerileme kaydedilmiştir. Aynı şekilde yabancı yatırımcılar hisse senetlerinde de Temmuz ayında alıma geçmiş ve bizim hesaplamalarımıza göre 1-24 Temmuz arasında 0.9 mlr dolarlık hisse senedi alımı yapmışlardır.

Yabancı Yatırımcıların Bono-Tahvil Portföyündeki Değişim (US\$ Mn)



Hisse Senedi Piyasasına Yabancı Girişi (US\$ Mn)



Sonuç olarak yabancı yatırımcılar, kritik dönemeç noktalarına gelirken daha önce de gözlemlediğimiz benzer bir yatırım stratejisini uygulamaktadırlar: Fiyatlar düşükken, riski göze alarak portföy oluşturmak, olay geçtikten sonra da ya bu pozisyonu korumak veya azaltmak. Ancak piyasaların orta vadeli eğilimi açısından esas belirleyici olanın yurtdışı görünüm olacağını düşünmeye devam ediyoruz ve burada da ne ekonomik veriler ne de bankacılık sektörü haberleri son dönemde fazla umut vermemiştir. Hele de bu hafta açıklanacak veriler belirgin olarak ekonomik daralmaya işaret ederse, arka planda finans piyasası ve artan enflasyona yönelik kaygıların da yardımı ile yeni bir satış dalgasının oluşması zor olmayacaktır.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Pazartesi günü Merkez Bankası'nın yayınlacağı Enflasyon Raporu ve Anayasa Mahkemesi'nin Pazartesi'den itibaren her gün görüşeceği AKP kapatma davası ile yurtiçinde oldukça kritik bir haftaya giriliyor. Ayrıca, Cuma günü açıklanacak İTO fiyat endeksi de sonraki haftanın enflasyon rakamları öncesinde beklentileri etkileyebilir.
- Yurtdışında da, imalat sanayi öncü göstergeleri ve ABD'de büyüme ile tarım dışı istihdam gibi görünümü değiştirebilecek verilerle en az yurtiçi kadar kritik bir gündem var.
- Hazine, Çarşamba günü yapacağı toplam 748 mln YTL itfası öncesinde ihale düzenlemeyecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Yüksek	İthalat, Haz.	US\$ mn	31 Tem., 17:00	19,088 (19,000)
Yüksek	İhracat, Haz.	US\$ mn	31 Tem., 17:00	12,310 (12,300)
Orta	TİM İhracat, Tem.	US\$ mn	1 Ağu.	(12,100)
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Tem.	% aylık	1 Ağu., 12:00	(-1.4)

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi (Fortis Tahmin)	Konsensus
Yüksek	ABD	C. Schiller Konut Fiyat End., May.	% yıllık	29 Tem., 16:00	-16.2 (-15.6)
Yüksek	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Tem.		- 29 Tem., 17:00	50.0 (51.0)
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Tem.	bin	30 Tem., 15:15	-55.0
Yüksek	ABD	Büyüme, 2Ç	% çeyrek	31 Tem., 15:30	1.9 (3.4)
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Tem.		1 Ağu., 11:00	47.5 (48.0)
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Tem.	bin	1 Ağu., 15:30	-65.0 (-57.0)
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Tem.	%	1 Ağu., 15:30	5.6 (5.5)
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi İSM Endeksi, Tem.		1 Ağu., 17:00	49.8 (50.0)

## 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	756.4	812.9	880.9
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	8.2	7.3
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-78.6	-92.2	-99.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	138.5	154.7	172.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	217.1	246.9	271.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.8	-49.0	-56.3	-59.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.4	-6.9	-6.8

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	25 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.1979	1.2200	1.2500	1.2900	1.3050	1.2800	1.3100
EUR/YTL	1.8772	1.9000	1.9100	1.9200	1.8900	1.9200	1.9000
Döviz Sepeti	3.0751	3.1200	3.1600	3.2100	3.1960	3.2000	3.2100
EUR/USD	1.5671	1.5600	1.5300	1.4900	1.4500	1.5000	1.4500
O/N	16.75%	17.00%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	16.75%
Gösterge Tahvil	20.54%	21.00%	20.00%	19.50%	19.50%	19.50%	18.50%

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.