

Makroskop

13 - 19 Ekim 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

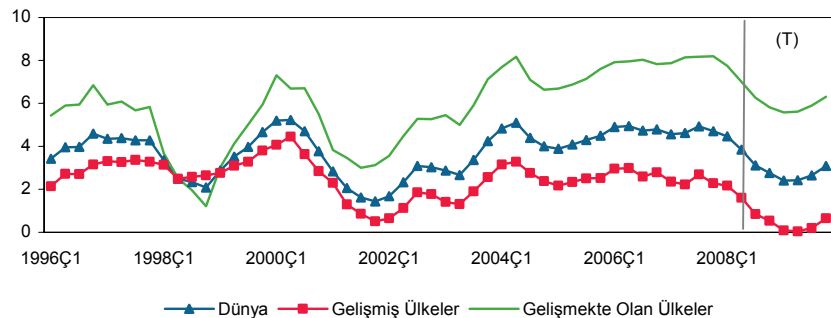
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Organize İşler Bunlar...

Uzun bayram tatili öncesinde çıkan son raporumuzda, ne ABD, ne Avrupa, ne de küresel ekonomi için en kötü senaryo olan resesyonun henüz tam olarak fiyatlanmadığını, bu nedenle tatil sırasında açıklanacak kritik verilerin ekonomik görünümü bir kademe daha kötüleştirme gücüne sahip olmasının, piyasalar açısından önemli bir risk olduğunu belirtmiştik. Türkiye ekonomisi için ise durgunluk ya da daralmaya (resesyon) doğru bir eğilimden endişe duymaya başladığımızı aktarmıştık. Nitekim veri gerçekleştirmeleri endişelerimizi haklı çıkarmış, bu sırada ve sonrasında tüm gelişmiş ülkeler tarafından alınmaya başlanan bir çok önleme rağmen finansal göstergelerde daha da kötüye gidişin önüne geçilememiştir. Bu doğrultuda, **piyasa değerlemeleri ve analistlerin büyüme tahminleri olabilecek en kötü iki senaryodan (derin resesyon ve durgunluk içinde enflasyon yani stagflasyon) bir kademe daha iyi bir durumu (hafif resesyon) yansıtacak şekilde değişirken, gelişmiş ülke Merkez Bankaları da nötr olan para politikası duruşlarını önce söylemleriyle gevşetme yönünde yenilemişler, çok geçmeden de küresel çapta koordineli olarak gerçekleşen 50 baz puan faiz indirimiyle hayata geçirmişlerdir.** Bu manevra alanını yaratan gelişme ise, küresel büyüme eğilimindeki yavaşlamanın bir yansıması olarak, enerji, gıda ve endüstriyel emtialarda görülen hızlı fiyat düşüşlerinin bir çok ülkenin enflasyon görünümünde getirdiği iyileşme olmuştur. Emtialardaki bu görünüm devam ettikçe, Merkez Bankaları'nın büyümeye destek vermek için para politikasını daha uzun süreler gevşek bırakma ve piyasaları likiditeye boğma imkanları olacaktır. Bu ise, ekonomilerin daralma döngüsünden daha çabuk çıkmasına veya en azından daralmanın derinleşmesini sınırlamaya yardımcı olacaktır. Hükümetlerin ve mali araçlarının (Hazine ve Merkez Bankası) bu tür tedbirlerinin arkasından geleceğini düşünüyoruz. Ancak tüm bu çabaların bir işlevinin olabilmesi için sistemik riske yönelik endişelerin ortadan kalkması ön şart olacaktır. ABD'de ve Euro bölgesinde mevduat güvencesinin genişletilmesine yönelik adımları da bu amaç doğrultusunda ilerlemeler olarak görmekteyiz.

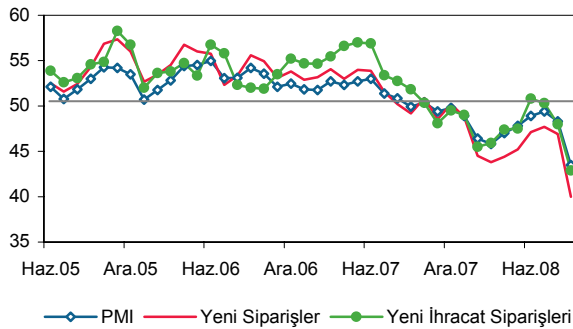
Dünya Ekonomik Görünümü – Büyüme Oranları (GSYH, % Yıllık) ve Projeksiyonlar



Dolayısı ile, hafif bir küresel resesyona fiyatlanmış olan piyasalar açısından önümüzdeki dönemde riskli olabilecek en önemli iki gelişme, ekonomik görünümün derin resesyona doğru kayması ve/veya mali sisteme yönelik endişelerin ortadan kalkmaması olacaktır. Bu iki unsurun etkileşiminin genellikle birbirini negatif yönde besleyen bir döngüye yol açması ve böylece toplam olumsuzluğu büyütmesi, bu döngünün kırılmasının da çok kolay olmayacağını düşündürmektedir.

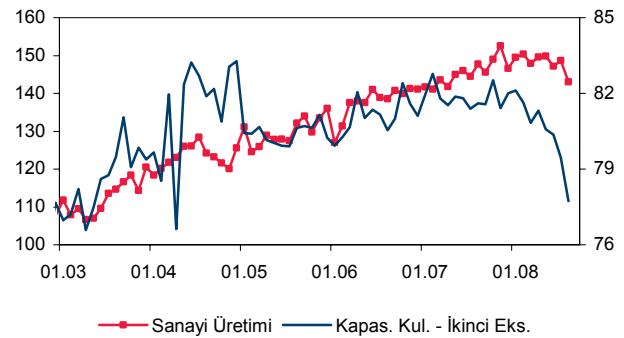
IMF'nin hafta içinde yayınlanan Dünya Ekonomik Görünümü raporu da şu cümleyle başlayarak durumun vahametini ortaya koymuştur; *"Dünya ekonomisi, 1930'lardan beri gelişmiş finansal piyasalarda görülen en tehlikeli şok karşısında büyük bir gerileme dönemine girmek üzeredir."* Söz konusu raporda, gelişmiş ülkelerin 2008'in ikinci yarısında ve 2009 başında resesyona yakın veya resesyonda olacağı tahmin edilirken, 2008 ve 2009 yılları için nokta tahminler şöyle verilmiştir; ABD % 1.6 ve % 0.1, Euro Bölgesi % 1.3 ve % 0.2, Japonya % 0.7 ve % 0.5. Küresel büyümenin ise, küresel resesyona kabul edilen % 3 seviyesi veya altında gerçekleşmesine % 60 gibi bir olasılık verilmiş ve söz konusu yılların tahminleri % 3.9 ve % 3 olarak belirlenmiştir. IMF'nin bu rapordan bir gün önce yayınlanan Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda ise, daha önce 945 milyar dolar olarak tahmin edilen küresel çapta finans sektörünün potansiyel aktif değeri indirimi ve zararları toplamının 1,405 mlr dolara çıkarıldığı izlenmiştir. Aynı raporda bugüne kadar finansal kurumların raporladığı zararlar 760 mlr dolar (bankalar 580 mlr dolar) olarak belirtilmiş ve söz konusu projeksiyonun yaklaşık yarısının realize olduğu anlaşılmıştır. ABD, İngiltere ve Euro Bölgesinde mali kurumların önümüzdeki dönem toplam sermaye ihtiyacı ise 675 mlr dolar olarak tahmin edilmiştir. Hatırlatmak gerekirse, bayram öncesi son raporumuzda, krizde finansal kurumlar için sonraki aşamanın, oluşacak sermaye ihtiyacının karşılanması olduğunu ve sermaye maliyetinin ve karşı taraf riskinin arttığı, bir çok piyasada likiditenin azaldığı, bu dönemde bunu gerçekleştirmenin hiç de kolay görünmediğini vurgulamıştık.

ABN AMRO Mark-IT Türk Satın Alma Yöneticisi Endeksi (PMI)



Kaynak: ABN Amro, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (Mevs. Düz.)



Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Şirketler kesiminin artan yurtdışı borçlanmaları nedeniyle raporda Türkiye'yi de yakından ilgilendiren bir bilgi ise, bankaların küresel çapta şirketlere açmış oldukları toplam kredi limiti ve burada beklenen düşüş olmuştur. Raporda, 7.5 trln dolar olarak tahmin edilen şirketler kesimi kredi imkanının 2.5 trln dolar (üçte bir oranında) azalacağı tahmin edilmektedir. Bu durumun Türkiye özelinde hangi boyutta yansıtacağını öngörmek şu aşamada zordur. Sadece bazı rakamlar vererek mevcut tabloyu yansıtmakla yetineceğiz. Buna göre, Temmuz 2008 itibarı ile reel sektörün yurtdışı borçlanması stok olarak 110 mlr dolar civarındayken, akım olarak ilk 7 ayda 19.2 mlr dolar net borçlanma ile Türkiye'nin aynı dönemde sağladığı cari açık finansmanının yarıdan biraz fazlasını oluşturmaktadır. Uluslararası Yatırım Pozisyonu verilerine göre de, stok borcun % 84 oranındaki kısmının alacaklısı mali kesimdir. Bu büyüklüğün yaklaşık dörtte birinin alacaklısının yerli bankaların kıyı şubeleri (off-shore) ve diğer şubeleri olduğu da belirtilmektedir. Ancak bu rahatlatıcı olmamalıdır, zira kredi limitlerinde bir kısıntıya gidilmesi durumunda yerli bankaların da aynı rahatlıkla bu kredileri yenilemesi söz konusu olamayabilecektir.

Bu görünüm altında, Türkiye’de halihazırda % 4 civarına gerileyen büyüme eğiliminin, önümüzdeki dönemde durgunluğa, hatta daralmaya (resesyon) doğru yönelmesi ihtimali artmaktadır. Son gelen öncü gösterge endekslerindeki (Reel Kesim Güven Endeksi, Mark-It PMI) görünüm, Türkiye’deki 2001 krizi kadar kötü olmasa da, o dönemleri aratmayacağı konusunda uyarılmaktadır. Ağustos’ta sanayi üretimindeki yıllık değişim, beklentilerden çok daha olumsuz bir seviyede gelerek, % 4.0 düşüş göstermiştir. Daha önceden açıklanan beyaz eşya ve otomotiv üretiminin yanında, mevcut ekonomik konjonktür içerisinde olması beklendiği gibi yatırım malı üretiminde de belirgin yavaşlama izlenmektedir.

Bu doğrultuda, 2008 büyüme tahminimizi % 3.7’den % 3.5’e, 2009 büyüme tahminimizi ise % 3.8’den % 2.0’ye aşağı revize ettik. Bu gelişmenin bu yılı % 9.9 oranında kapamasını beklediğimiz işsizlik oranını 2009 yılında en az 1 puan yükselteceğini ve tarım-dışı sektörlerde yaklaşık 150 bin civarı iş kaybına yol açacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan büyümedeki yavaşlamanın cari açığa olumlu yansıtacağını tahmin ederken, **cari açığın GSYH’ya oranını da 2008 için % 6.7’den % 6.6’ya, daha belirgin olarak, 2009 için ise % 6.7’den % 4.3’e çektik.** Enflasyonda ise, gıda ve petrol fiyatlarındaki olumlu gelişmelerin yansımalarıyla, global piyasalardaki çalkantının büyümesi ile kurlarda görülen yılın ilk çeyreğine benzer yükselişin, birbirini dengeleyeceğini düşünerek yılsonu için % 11’lik enflasyon tahminimizi korumaktayız. 2009’da ise, petrol fiyatlarının 100 dolar civarında kaldığı, Eylül sonunda yıllık artışı % 13 olan gıda fiyat artışının % 9.5’e indiği, mevcut kur artışının ise % 10 civarında kalıcı olduğu varsayımıyla yıl sonunda enflasyonu % 7.5 düzeyinde beklemekteyiz.

Özetle, hafif resesyon beklentisinin getirdiği emtia fiyatlarındaki sert düşüş enflasyon görünümünde iyileşme sağlayarak gelişmiş ülke merkez bankalarının krize karşı yeni bir cephe açmasına imkan vermiştir. Ayrıca mali sisteme yönelik endişelerin giderilmesi için elden gelen yapılmaktadır. Önümüzdeki dönemde bu alanlarda riskli olabilecek en önemli iki gelişme, ekonomik görünümün derin resesyona doğru kayması ve/veya mali sisteme yönelik endişelerin ortadan kalkmaması olacaktır. Mevcut görünümün Türkiye ekonomisi için olumsuzluk getireceği alanlar büyüme ve işsizlik olurken, cari açık ve enflasyonun bu ortamdaki olumlu etkilenmesi beklenmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta mali taraftaki gelişmeler hem Eylül bütçesinin açıklanması hem de 2009 yılı bütçesinin 17 Ekim'de Meclis'e sunulması ile ön planda olacak. Ayrıca, Hazine Çarşamba günü 2.3 mlr YTL' lik itfası öncesinde Salı günü 26.06.2013 vadeli değişken kuponlu tahvil ihraç edecek. Diğer yandan, AK Parti hakkındaki kapatma davasının gerekçesi ile üniversitelerde türbanın serbest olmasına imkan sağlayan Anayasa değişikliğine ilişkin kararın gerekçesinin 17 Ekim Cuma'yı takip eden hafta sonunda açıklanması bekleniyor.
- Yurtdışına bakıldığında; ABD'de enflasyon, konut verileri ve perakende satışlar gibi veriler önemli olurken, Euro Bölgesi için de Almanya'nın ZEW Endeksi izlenecek. Ayrıca Fed Başkanı Bernanke Çarşamba günü bir konuşma yapacak. Bu arada, Pazartesi günü ABD'de bazı piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Zayıf	İşsizlik Oranı, Tem.	%	15 Ekim, 10:00	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Eyl.	-	16 Ekim, 10:00	-
Yüksek	Cari Açık, Ağu.	US\$ mln	13 - 17 Ekim, 17:00	3,467 (3,400)
Yüksek	Merk. Hük. Bütçesi FDF, Eyl.	YTL mln	13 - 17 Ekim	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Almanya	ZEW Endeksi, Ekim	-	14 Ekim, 12:00	-50.0
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Eyl.	% aylık	15 Ekim, 15:30	0.2 & -0.3
Yüksek	ABD	Perak.Satış.Toplam & Oto.Hariç, Eyl.	% aylık	15 Ekim, 15:30	-0.6 & -0.3
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Eyl.	% aylık	16 Ekim, 15:30	0.2 & 0.0
Yüksek	ABD	Uzun Vad. Net Ser. Gir. Ağu.	US\$ mlr	16 Ekim, 16:00	-
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Eyl.	%	16 Ekim, 16:15	78.3
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Eyl.	% aylık	16 Ekim, 16:15	-0.5
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Ekim	-	16 Ekim, 17:00	-2.0
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Eyl.	Mln	17 Ekim, 15:30	0.85
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Eyl.	Mln	17 Ekim, 15:30	0.88
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ekim	-	17 Ekim, 16:55	68.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	853.7	999.1	1,101.1	1,191.4
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	793.0	803.7	851.0
GSYİH büyümesi	4.6	3.5	2.0	4.0
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	-80.8	-65.1	-64.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	140.7	161.8	186.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	221.6	226.9	250.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.7	-53.1	-35.8	-33.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.7	-4.5	-3.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	10 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.3773	1.4200	1.3600	1.3500	1.3800	1.3600	1.4000
EUR/YTL	1.8903	1.9450	1.8900	1.8200	1.8200	1.8900	1.8500
Döviz Sepeti	3.2676	3.3650	3.2500	3.1700	3.2000	3.2500	3.2500
EUR/USD	1.3725	1.3700	1.3900	1.3500	1.3200	1.3900	1.3200
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	15.75%	15.00%	16.75%	14.50%
Gösterge Tahvil	20.80%	21.50%	20.00%	18.00%	16.38%	20.00%	16.00%

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.