

## Makroskop

15 - 21 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

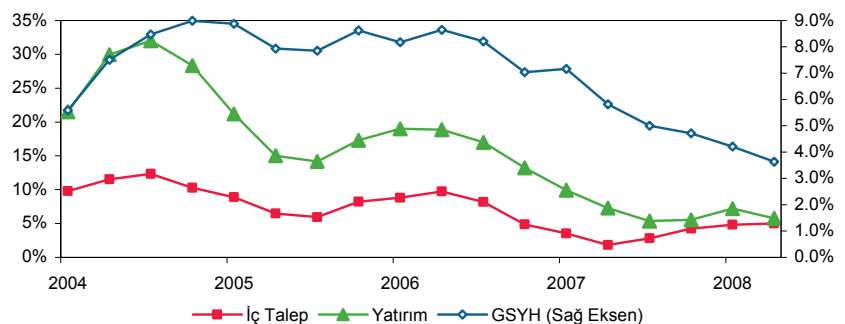
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Elimden Gelen, Elden Giden...

Son haftalarda sürekli olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının belirgin olarak gerilemesinden konuşup, Türkiye ekonomisinin büyümesi üzerindeki risklerin aşağı yönlü olarak arttığından bahsederken, hafta ortasında açıklanan gayrisafi yurtiçi hasıla (GSYH) verileri bu riskin düşündüğümüzden de daha fazla ve daha yakında olduğunu çarpıcı bir şekilde göstermiştir. Bu yılın ikinci çeyreğinde GSYH büyümesi % 1.9 ile piyasa beklentisinin çok altında gelirken, 2008 yılı büyüme hedefine (% 4.5) ulaşmanın çok zorlaştığını da göstermiştir. Bundan daha önemli olarak, trend göstergesi olarak izlediğimiz, mevsimsel düzeltilmiş GSYH'nın son 4 çeyrekteki toplam değerindeki yıllık değişim oranı, 2006 yılındaki % 8 civarındaki değerlerinden kademeli olarak gerileyerek en son % 3.6'ya düşmüştür. **Biz de bu doğrultuda 2008 ve 2009 tahminlerimizi % 3.8 ve % 3.7'ye (öncekiler % 4.5 ve % 5.0) aşağı revize etmiş bulunmaktayız.** Ancak, tarım sektörüne yönelik görünümde düzelme olmaması ve global ekonomik sorunların derinleşmesi ihtimali, bu tahminlerde bile aşağı yönlü risklerin olduğunu düşündürmektedir. **Verilerin ayrıntılarında bizi en çok rahatsız eden gelişme ise, yatırım harcamalarında ilk defa belirgin bir bozulma olmasıdır.** Bu durum, önceden Reel Sektör Güven Endeksi'nin işaret ettiği şekilde, ekonomik gidişata yönelik beklentilerin zayıflamakta olduğunu göstermiştir. **Buradaki esas sorun ise, özel sektör yatırım harcamalarının sadece % 0.6 yıllık artışla, 2001 krizinden beri en zayıf görünüme işaret etmesidir.** Diğer taraftan talep tarafında da, yerleşik hanehalkının tüketimi, yıllık % 2.8 artarken, mevsimsel düzeltilmiş rakamlara göre önceki çeyreğe göre % 0.3'lük çok sınırlı bir artış olmuştur. Son 3 çeyreğin ortalama artışı % 0.2 ile son derece zayıf bir gidişata işaret etmektedir. **Aslında tüketici güveninin Haziran'dan beri toparlanıyor olması burada daha güçlü bir yükseliş ümidi vermektedir ama az sonra ortaya koyacağımız gibi bu durumun tüketim verilerine henüz çok sınırlı yansdığı da görülmektedir.** Dış talebin (net ihracat) üç çeyrek aradan sonra söz konusu çeyrekte büyümeye 0.4 puan katkı yapmasına rağmen böyle zayıf bir sonucun alınması dikkat

Büyüme ve Bileşenlerinin Trend Göstergesi (\*)



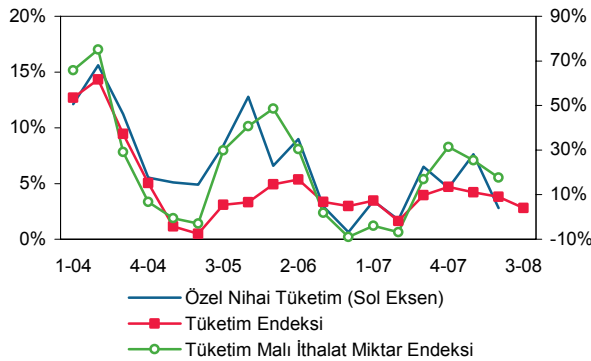
Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(\*) Mevsimsel düzeltilmiş son 4 çeyrek toplam değerinin yıllık değişim oranı.

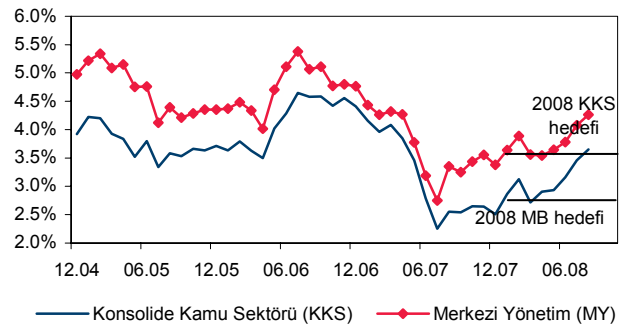
çekicidir. Yeni gelişmeler buradaki risklerin de artmakta olduğunu düşündürmektedir. Otomotiv Sanayicileri Derneği (OSD) verilerine göre, **AB pazarındaki daralmanın olumsuz etkileri, Ağustos ayında kendini göstermeye başlamış ve geçen yılın aynı ayına göre toplam araç ihracatı % 8.2, otomobil ihracatı ise % 3.8 oranında azalmıştır.** OSD'nin sonuçlarla ilgili yaptığı değerlendirmesinde, geçmiş aylarda iç pazarın daralmasına rağmen ihracatın desteği ile artan üretimin, ihracattaki yavaşlamaya bağlı olarak düşme eğilimine girdiği görülmektedir denilirken, Ağustos ayında toplam araç üretiminin % 12.9, otomobil üretiminin ise % 9.6 oranında azaldığı izlenmiştir. Ağustos'ta ihracatın yıllık artışı TİM verilerine göre % 27.2 olarak gerçekleşmiş ancak önceki aylarda ihracatın lokomotifleri olan taşıt araçları ve yan sanayi ihracatının artış hızının % 4.5'e düştüğü görülmüştü. Toplam ihracatı artan fiyatlar nedeniyle demir-çelik ihracatının iki katına çıkması kurtarmıştı. Önümüzdeki aylarda bu verinin önemi daha da artmış bulunmaktadır.

**İç talep tarafından gelen üçüncü çeyreğe ait yeni veriler, burada da önceki çeyreklere göre daha zayıf bir görünüme işaret etmiştir.** Özel nihai tüketim açısından iyi bir göstere olarak izlediğimiz, CNBC-e'nin gerçek satış verilerinden hesapladığı Tüketim Endeksi, Ağustos'ta da sınırlı bir artış göstermiş ve böylece üçüncü çeyrek için % 4 civarında bir yıllık artışa işaret etmiştir. Önceki iki çeyrekte buradaki artış % 11.1 ve % 9 ile çok daha güçlü görünmekteydi. Sonuç olarak, ikinci çeyrekte ekonomik aktivitede yavaşlama eğiliminin iyice belirginlik kazandığı görülmektedir. Yatırımlar tarafındaki olumsuz görünüm kısa vadede bir toparlanma yaşanması ihtimalini zayıflatırken, iç talep de zayıf görünümünü korumaktadır. İkinci çeyrekte büyümeye olumlu katkı yapan dış talebin ise, Avrupa'daki yavaşlamaya paralel olarak gerilemesini bekliyoruz. Ayrıca Dünya'daki gelişmelere de baktığımızda, gelişmekte olan ülkelerin, ABD'de yaşanan sıkıntılardan yeni yeni etkilenmeye başladığını görmekteyiz. Bu şartlar altında, yurtiçine yönelik sıkıntılarla halihazırda zayıf bir eğilim gösteren ekonomik aktivitenin, önümüzdeki dönemde daha da olumsuzla dönmesi riski bulunmaktadır.

Özel Tüketim Göstergeleri (Yıllık Değişim)



Program Tanımlı Faiz Dışı Denge (GSYİH'ya oranla)



Kaynak: TÜİK, CNBC-e, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

KKS ve MY 2008 yılı hedefleri % 3.5 ve % 2.5 olarak belirlenmiştir.

**Büyüme tarafından gelen kötü haberlere karşılık mali tatil nedeniyle gecikmeli olarak açıklanan bütçe performansı, son dönemde alınan harcamaları artırıcı yönde kararların ve ekonomik aktivitede görülen yavaşlamanın dolaylı vergi gelirleri üzerindeki muhtemel olumsuz etkilerinin, henüz verilere yansımadığını düşündürmüştür.** Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan Temmuz-Ağustos bütçe gerçekleştirmelerinden hareketle, özelleştirme gelirlerinden GAP ve diğer yatırım projeleri için aktarılan yaklaşık 6 mlr YTL sayesinde iki ayda 18.3 mlr YTL faiz dışı fazla (FDF) ile güçlü bir mali performans yakalanmasında önemli rol oynadığını izlemekteyiz. Ancak, bizim hesaplamalarımıza göre, bu bir kerelik gelirlerin dahil edilmediği 12 aylık konsolide kamu sektörü FDF'sinin GSYİH'ye oranı da % 4.3'e yükselirken, son 1 yılda yaklaşık 1 puan artarak halen yıl sonu hedefinin 0.8 puan üzerinde seyretmektedir. Temmuz 2007 genel seçimleri sonrasında iç talepte görülen toparlanmanın halen dahilinde alınan mal ve hizmet vergilerini olumlu etkilemeye

devam ettiği görülmektedir. Ancak yukarıda aktardığımız büyüme görünümü nedeniyle vergi gelirlerindeki bu tablonun önümüzdeki aylardan itibaren hızla olumsuzla doğru değişmeye başlayacağını düşünüyoruz. Harcamalar için ise çok net bir değerlendirme yapamıyoruz, zira ne yazık ki Maliye Bakanlığı'nın açıkladığı veriler son dönemdeki gelir aktarımlarının harcamaya dönüşüp dönüşmediğinin izlenmesini mümkün kılacak şeffaflıkta açıklanmamaktadır.

Özetle, ekonomik aktivitede ortaya çıkan zayıflama eğiliminin büyüme hızını % 3-3.5 civarına yavaşlattığı izlenir ve bu durumun kısa vadede tersine dönmesi çok mümkün görünmezken, Türkiye ekonomisi en azından son 3 yılı (2007-09) potansiyelinin altında geçirerek ışıltısını kaybetme noktasına doğru yaklaşmaktadır. Küresel riskler artarken, bu süreci daha yumuşak atlatmamızı sağlayabilecek gelişmeler konusunda (mali kural, IMF stand-by programı, ekonomik reformlar, sıkı parasal duruş vs.) maalesef içimizi rahatlatan bir tablo ile karşılaşmamak da sıkıntıları artıracığa benzemektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme Perşembe günkü PPK toplantısı olacak. Banka'dan faiz değişikliği beklenmiyor.
- Yurtdışında da Fed ve Japonya Merkez Bankası'nın faiz kararları piyasaların yönünü belirlemede en etkili gelişmeler olacak. Ayrıca, ABD'de TÜFE, konut verileri ve Philadelphia Fed endeksi, Almanya'da ise ZEW endeksi ile ekonomik görünüme ilişkin yeni göstergeler de izlenmeye devam edecek. Salı günü Goldman Sachs ve Best Buy gibi önemli bilanço açıklamaları gündemde olacak. Japonya'da piyasalar Pazartesi günü tatil.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Zayıf	İşsizlik Oranı, Haz.	%	15 Eyl., 10:00	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Ağu.	-	16 Eyl., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Eyl.	baz puan	18 Eyl., 19:00	değişim yok (değişim yok)

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Ağu.	%	15 Eyl., 16:15	79.7
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Ağu.	% aylık	15 Eyl., 16:15	-0.2 (0.0)
Yüksek	Almanya	ZEW Endeksi, Eyl.	-	16 Eyl., 12:00	-54.0 (-52.0)
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ağu.	% aylık	16 Eyl., 15:30	0.2 & 0.0 (0.2 & -0.2)
Yüksek	ABD	Uzun Vad. Net Ser. Girişi, Tem.	US\$ mlr	16 Eyl., 16:00	-
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	16 Eyl., 21:15	değ. yok (değ. yok)
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Ağu.	mln	17 Eyl., 15:30	0.93
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Ağu.	mln	17 Eyl., 15:30	0.96 (1.0)
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, Eyl.	%	17 Eyl.	değ. yok (değ. yok)
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Eyl.	-	18 Eyl., 17:00	-10.0

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	853.7	998.2	1,131.8	1,251.4
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	811.5	870.6	948.1
GSYİH büyümesi	4.6	3.8	3.7	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	-55.0	-56.4	-60.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.8	-6.8	-6.7

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	12 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2533	1.2800	1.2600	1.3000	1.2800	1.2600	1.3000
EUR/YTL	1.7464	1.8175	1.8270	1.8500	1.7500	1.8270	1.7500
Döviz Sepeti	2.9997	3.1000	3.0900	3.1500	3.0300	3.0900	3.0500
EUR/USD	1.3934	1.4200	1.4500	1.4200	1.3700	1.4500	1.3500
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	15.75%	15.00%	16.75%	14.50%
Gösterge Tahvil	18.8%	18.8%	18.2%	17.3%	16.4%	18.2%	16.0%

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.