

Makroskop

22 Eylül - 5 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

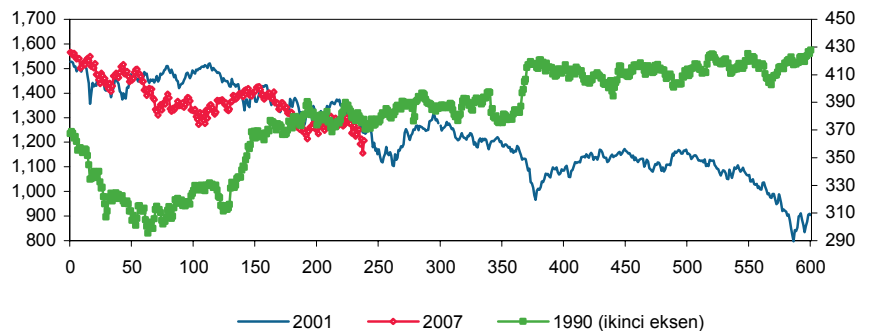
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Kâr Zamanı Değil, Ar Zamanı...

Kâbus gibi bir haftaydı değil mi?... Zaten, piyasaların en kötü senaryoyu fiyatlamaya hızla yönelmesi her zaman böyle sancılı günleri yanında getirmiştir. Zira, piyasalar her zaman ekonomik verilerin önünde gider ve gerçeklerden çok algılama ile hareket eder. Bu nedenle, böylesi bir fiyatlamasının gerçekleşmeye başlamasının, değerlemelerde aşağı yönlü riskler açısından öncesine göre biraz daha iyi bir konuma gelmeyi sağladığını söyleyebiliriz. Ancak bu değerlendirmemiz, ekonomi ve finans sisteminden kötü haber gelmeye devam etmeyeceği şeklinde değil, yalnızca olası kötü haberlere hassasiyetin zaman içinde azalacağı şeklinde okunmalıdır. Daha çok piyasa stratejisine yönelik bu girişten sonra, yakın gelecekte belki de küresel finansal mimarinin değişmesine yol açacak gelişmelere de kısaca değinmek istiyoruz. ABD Hazinesi ve Merkez Bankası'nın küresel kredi krizinin kurbanlarına (Bear Stearns, Freddie Mac ve Fannie Mae, Lehman Brothers, AIG) yönelik farklı uygulamaları, Lehman olayı hariç, **kârların özel maliyetlerin toplumsal olduğu algılamasını güçlendirecek şekilde** gelişmiştir. **Daha kötüsü, kurtarma operasyonlarının hangi kriterlere göre gerçekleştiği, finans dışındaki sektörlere de yayılıp yayılmayacağı ve hangi noktaya kadar devam edeceği konusunda belirsizlik oluşturmuştur.** Lehman Brothers iflası ise, fonlamaya dayalı yatırım bankacılığı modelinin kırılma noktasını göstermiş, önümüzdeki dönemde mevduat payını artırmanın önem kazanacağını düşündürmüştür. **Önümüzdeki dönemde bu tür tartışmaların yoğunlaşacağı, bu olayların bir kere daha yaşanmaması için regülasyonların sıkılaştırılacağı açıktır. Finans sistemindeki esnekliklerin azalmasının reel sektör finansman imkanları üzerinden ekonomik aktiviteye kalıcı olumsuz yansımaları da olacaktır. Ancak, tüm bunların katastrofik olacak bir küresel finansal sistem kilitlenmesini engellemek için yapıldığı dikkate alındığında, düşük bir maliyet olduğu fark edilecektir.** Gelişmelerin gösterdiği bir diğer ihtiyaç ise, Merkez Bankalarının en az büyüme-enflasyon dengesi ve istikrarı kadar, finansal sistem istikrarına önem vermesi olmuştur. Aslında bu zaten yapılmaktadır, ama daha fazla öne çıkacağı açıktır.

Resesyon Dönemlerinde S&P500'ün Zirve Noktasından Dönüşleri (*)



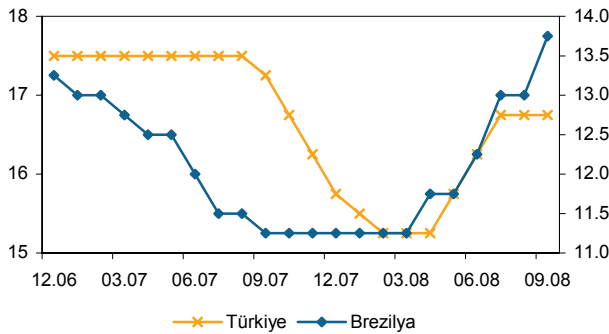
Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(*) Başlangıç noktası S&P'nin düşüş hareketi öncesindeki zirve noktası olarak alınmıştır.

Son günlerde, ABD ve Londra'da bankalararası piyasada gecelik dolar faizlerinin % 10'lara yükselmesi, TED spreadlerinin (*) 300 baz puanı aşması, kısa vadeli ABD tahvil getirilerinin rekor derecede gerilemesi (1 ve 3 ay vadede sıfır getiri) ve federal fon piyasasında gecelik faizin Fed tarafından belirlenen oranın üzerinde kalması, **tüm kurtarma ve likidite enjeksiyonu operasyonlarına rağmen karşı taraf riskinin öne çıkmaya başladığını, güvenli limanlara kaçışın gözlemlendiğini ve bu doğrultuda sistemik riskin arttığını düşündürmektedir. Bu tür endişelerin önünü alacak kalıcı çözümler getirilemezse, piyasalarda hiç bir toparlanmanın kalıcı olma şansı da bulunmayacaktır.** Bu bağlamda, ABD ve İngiltere'de hisselerde açığa satışın yasaklanması, ABD Hazinesi'nin Fed'in bilançosunu güçlendirmek için fon yaratmak amacıyla bir dizi bono ihracı düzenlemesi, tüm gelişmiş ülke Merkez Bankalarının ortak likidite operasyonuna gitmesi ve son olarak ABD'de likit olmayan ve problemlı varlıkları bilançolardan toplamak üzere bir fon kurulması ve bankaların sermaye yapısının yeniden yapılandırılması gibi önlemlerin yer aldığı daha kapsamlı bir planın gündeme alındığı gibi haberler bu yönde atılan ilk adımlar olarak görülmeli ve devamının gelmesi beklenmelidir.

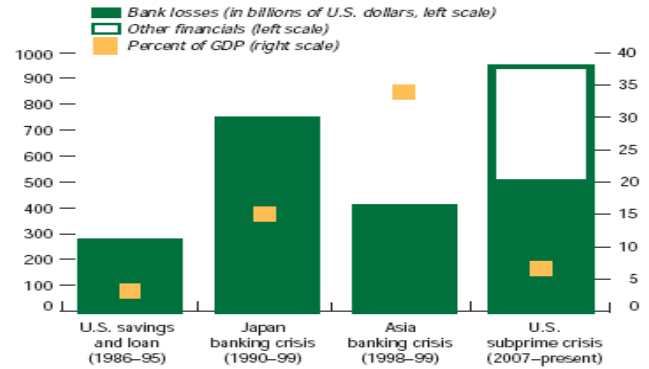
Öte yandan, ABD'de finans sistemine yönelik endişelerin ciddi boyutta arttığı son günlerde piyasaların faiz indirimi baskısı altında toplanan Fed, politika faizini değiştirmeyerek % 2.0 seviyesinde bırakmıştır. Fed'in sağlam duruşunun arkasında, indirimin faydalı olmayacağı düşüncesi kadar AIG'ye kredi verilmesi kararı da bulunuyordu. Karar Eylül 2007'den beri ilk defa oybirliği ile alınırken, yayınlanan notta, açık bir şekilde büyüme ve enflasyon görünümüne yönelik riskler için bankanın dengeli bir yaklaşımda olduğunu sinyali verilirken, finans piyasalarındaki problemlerin arttığına vurgu yapıldı. Banka şu ana kadar alınan önlemlerinin büyümeyi destekleyeceğini, enflasyonun ise yumuşayacağını beklemeye devam ediyor. **Ancak, negatif geri besleme döngüsünün bir türlü kırılmaması, finans sistemine yönelik endişelerin önümüzdeki günlerde de devam etmesi durumunda, bu duruşun büyüme ağırlıklı değiştirilmesi ve faiz indirimlerine kapı açılması ihtimali yüksek görünmektedir.**

Merkez Bankaları Politika Faizleri (%)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bankacılık Krizlerinin Maliyeti



Kaynak: IMF Global Finansal İstikrar Raporu, Nisan 08

Duruşunu koruyamaya çalışan Merkez Bankaları arasında TCMB de bulunmaktadır. Merkez Bankası dün gerçekleşen PPK toplantısında, küresel piyasalarda risk algılamalarını belirgin şekilde bozan gelişmelere rağmen, faiz indirimlerine kapıyı açmış bulunmaktadır. Buna karşılık, Banka'nın artan küresel belirsizlikleri göz önünde bulundurarak, temkinli olma gereğine dikkat çekmesi ise agresif indirim beklentilerinin önünü almayı hedeflediğini düşündürmektedir. Merkez Bankası'nın beklendiği gibi, borçlanma faizini değiştirmeyerek % 16.75 seviyesinde bıraktığı toplantı sonrası yayınlanan kısa notta, Banka'nın büyüme görünümü açısından daha kötümser olduğu izlenirken, bu iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleştiği değerlendirilmesiyle vurgulanmıştır. Enflasyon açısından ise, Banka'nın iyimser senaryoya yaklaşıldığını belirtmesi, bir önceki toplantıya göre daha iyimser bir algılamaya işaret etmekle birlikte, bunun sinyali zaten Başkan Yılmaz'ın Eylül başında yaptığı sunumda verilmişti. Banka, bu değerlendirmesi ışığında, "emtia

fiyatlarındaki ve enflasyondaki olumlu görünümün devam etmesi halinde ölçülü faiz indirimi gündeme alınacaktır” diyerek, bahsi geçen sunumdaki sinyallerini PPK resmi metinlerine de yansıtmıştır. **Ancak, yurtdışında derinleşen krizin yarattığı belirsizlik ortamının faiz indirimlerine 2009’un ilk aylarına kadar izin vermeyeceği görüşümüzü korumaya devam ediyoruz.**

Sonuç olarak, ekonomilerden gelen kötü haberlerin finans sektörünü vurması ve buraya yönelik endişelerin dönüp tekrar ekonomik aktiviteyi etkilemesi şeklinde gelişen negatif geri besleme döngüsü, piyasalardaki hareketleri ciddi boyutta sertleştirmektedir. Böyle bir ortamda, karşı taraf riski öne çıkmaya başlarken, güvenli limanlara kaçış gözlenmekte ve bu doğrultuda sistemik riskin arttığı düşünülmektedir. Piyasalarda herhangi bir toparlanmanın kalıcı olması için, öncelik bu tür endişelerin önünü alacak kalıcı çözümlerin acilen getirilmesinde olmalıdır.

(*) TED spreadleri, bankaların kısa vadeli (3 aylık libor) borçlanma faizleri ile risksiz olarak değerlendirilen aynı vadeli Hazine gösterge faizi arasındaki farkı yansıtır. Farkın açılması, finans sektöründe likidite koşullarının ve kredi riskine yönelik algılamının bozulduğuna işaret eder.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Önümüzdeki iki haftalık süreçte enflasyon yurtiçindeki en önemli veri olarak görünüyor. Bu arada, Hazine, gösterge tahvil ihalesinin de düzenleneceği bayram sonrası haftasına kadar, borç servisi açısından rahat görünüyor. Yurtiçinde piyasalar 30 Eylül - 2 Ekim tarihlerinde bayram nedeniyle kapalı olacak.
- Yurtdışında ise ABD'de büyüme ve istihdam, ABD'de ve Euro Bölgesi'nde PMI endeksleri ekonomik görünüm açısından kritik olacak. Ayrıca, Salı ve takip eden iki gün Fed Başkanı Bernanke'nin konuşması da önemli olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Eyl. II	-	22 Eyl.	-
Orta	Reel Kesim Güven Endeksi, Eyl.	-	24 Eyl., 17:00	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Ağu.	US\$ mln	26 Eyl., 17:00	18,700 & 11,200
Orta	TİM İhracat, Eyl.	mln dolar	1 Ekim	11,300
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Eyl.	% aylık	1 Ekim, 12:00	-
Yüksek	TÜFE & ÜFE, Eyl.	% aylık	3 Ekim, 17:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sek. Geç. PMI End., Eyl.	-	23 Eyl., 11:00	47.9
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizm. Sek. Geç. PMI End., Eyl.	-	23 Eyl., 11:00	48.8
Yüksek	Almanya	İfo İş Ortamı End., Eyl.	-	24 Eyl., 11:00	95.0
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ağu.	mln	24 Eyl., 17:00	4.95
Yüksek	ABD	Day. Tük. Mal. Sip., Ağu.	% aylık	25 Eyl., 15:30	-0.5
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ağu.	mln	25 Eyl., 17:00	0.51
Orta	ABD	Büyüme (son revizyon), 2Ç	% çeyrek	26 Eyl., 15:30	3.3
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ağu.	% aylık	29 Eyl., 15:30	-
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat San. PMI End., Eyl.	-	1 Ekim, 11:00	-
Yüksek	ABD	İmalat San. ISM End., Eyl.	-	1 Ekim, 17:00	-
Yüksek	Euro Bölgesi	MB faiz kararı, Ekim	baz puan	2 Ekim, 14:45	değişim yok
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizm. Sek. PMI End., Eyl.	-	3 Ekim, 11:00	-
Yüksek	ABD	Tar. Dışı İstih. & İşsiz. Or., Eyl.	bin & %	3 Ekim, 15:30	-
Yüksek	ABD	Hizmet Sek. ISM End., Eyl.	-	3 Ekim, 17:00	-

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

	19 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2740	1.2800	1.2600	1.3000	1.2800	1.2600	1.3000
EUR/YTL	1.8397	1.8175	1.8270	1.8500	1.7500	1.8270	1.7500
Döviz Sepeti	3.1137	3.1000	3.0900	3.1500	3.0300	3.0900	3.0500
EUR/USD	1.4440	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	19.20%	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 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.