

Makroskop

10 - 16 Kasım 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

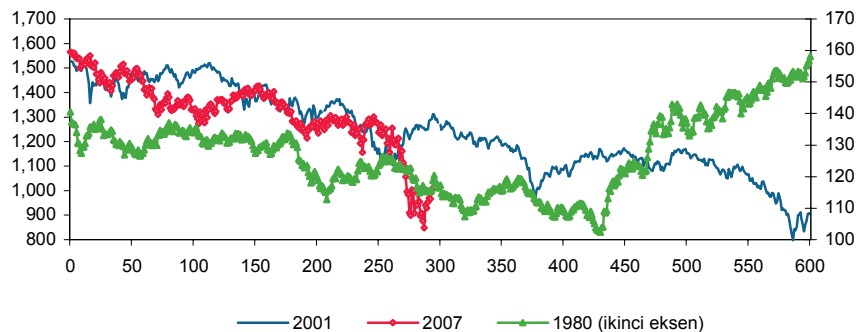
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Ya O Bitecek, Ya Biz...

Ekim ayında tüm dünya genelinde finansal göstergelerde yaşanan çok sert bozulmanın önemli bir kısmının son bir hafta içinde geri alındığı gözlenmektedir. Her ne kadar bu toparlanma korunamamışa benzese de, bu gelişmenin veri akışının çok daha kötüleştiği bir döneme gelmesi ilginç olmuş, tüm piyasa aktörlerinde "krizin dibi görüldü" ümidinin yeniden yeşermesini getirdiği izlenmişti. Öyle ya, tüm ülkeler krizin etkilerini sınırlayacak önlemleri almış ve almaya devam edeceklerini ısrarla vurgulamaktadır. Bize göre, bu algılamayı kesin bir dille onaylamak veya reddetmek bu aşamada zorken, bilinen yaklaşımımızı korumayı tercih ediyoruz. Biraz eski raporlarımızın tekrarı gibi olacak ama, resesyon dönemlerinde sanayi üretimi ve S&P500 endekslerinin aylık performansını incelediğimizde, piyasalardaki bozulmanın resesyonun başlamasından bir süre önce başladığı, resesyonun ortalarında piyasaların dip noktasına ulaştığı görülmektedir. Sonrasında ise, bir süre bu seviyeler korunduktan sonra, ekonomik göstergeler halen düşüşün derinleştiğine işaret ederken, piyasalarda toparlanma başladığı gözlenmektedir. Ekonomik görünüm en kötü noktaya gelip, makro verilerde toparlanmanın henüz başladığı sıralarda ise, piyasalar önceki yüksek seviyelerine çoktan geri dönmüş oluyordu. Buradan da görüldüğü gibi, ekonomik göstergelerin resesyonun bittiğine işaret etmesi beklenirse, fiyatlamalar zaten çok yükselmiş olacağından, bu noktada yeni pozisyona girmenin kazancı çok daha düşük olmaktadır. Geçmiş verilerin gösterdiği doğru zaman, toparlanmanın gözle görülür olmasından önce, ancak olumsuz görünümü oluşturan verilerin gelmeye devam ettiği resesyon döneminin ortaları olmaktadır. Son aylarda borsalarda ne zaman bir toparlanma görsek, oyuncuların aklına yeniden bu senaryonun geldiğini düşünüyoruz. Piyasaların bu şekilde ekonomik döngüleri öncülemesinin son günlerdeki toparlanmada da geçerli olmasını beklesek de, henüz piyasaların dip noktalarına ulaştığını söyleyemiyoruz. Niye mi?... Çünkü, yeni veri akışı başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkeler ve global çapta büyüme açısından 2001 resesyonundan daha

S&P500'ün Zirve Noktasından Dönüşleri (*)

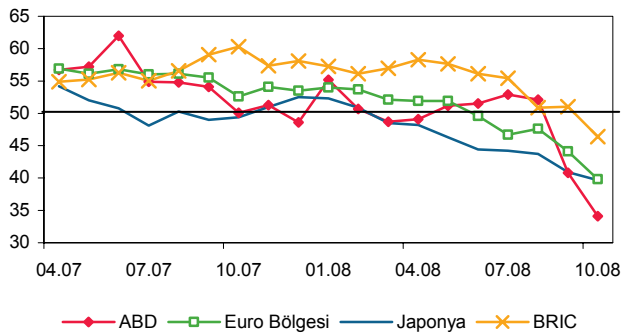


(*) Başlangıç noktaları olarak S&P endeksinin resesyon dönemi öncesindeki zirve noktaları alınmıştır.
Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

kötü bir görünüme doğru sürüklenildiğini düşündürmektedir.

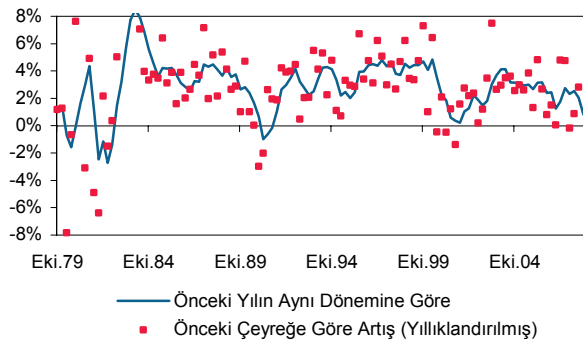
Her ne kadar piyasalar açısından her zaman ileriye yönelik görünüm önemli olsa da, böyle bir veri baskısı altında, finansal göstergelerin kalıcı bir toparlanmaya destek olacak güçlü bir momentum biriktirebilmesi için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Ekonomik aktiviteye ilişkin en önemli öncü veri olarak gördüğümüz PMI endeksleri dünya genelinde senkronize bir şekilde düşmektedir. ABD'de imalat sanayi ISM endeksi Ekim ayında 38.9 ile son 26 yılın en düşük seviyesine gerilemiş ve resesyona beklenenden daha sert ilerlediğine işaret etmiştir. Euro Bölgesi'nde Ekim ayı İmalat Sanayi PMI Endeksi 41.1 ile endeksin yayınlanmaya başladığı 1997 yılından beri en düşük değerine gerilemiştir. Dünya büyümesinin lokomotifleri olarak görülen BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) ülkelerinde de başta Çin olmak üzere genişleme ve daralma dönemlerini ayıran kritik 50 seviyesinin altında bir seyir gözlenmektedir. Bu nedenle de, tüm ülke endekslerinden oluşturulan Global PMI endeksinin hem 2001 resesyondaki en düşük değerinin bile altına indiği hem de 1998'de başlayan endeks tarihinin en kötü değerini oluşturduğu izlenmiştir. Daha kötüsü, önceki aylarda daha sağlam duran hizmetler sektörü PMI endekslerinin de Ekim'de belirgin zayıflama göstermesi olmuştur. Avrupa ve İngiltere'de söz konusu endeksler son 10 yılın en düşük değerlerine inerken, ABD'de aynı endeks 44.2 ile Ocak 2008'deki 41.9'luk bir aya özgü düşüşü hariç tutulduğunda, Ekim 2001'den beri en zayıf seviyesinde bulunmaktadır. Bilindiği gibi, 1991 ve 2001'deki ABD ekonomisinin resesyona hafif olarak nitelendirilmektedir. **ABD'den gelen verilerin Ağustos 1981'de başlayıp Kasım 1982'e kadar süren derin sayılabilecek resesyona yakın bir görüntü vermesi kaygı vericidir ve böyle bir görünümün tam olarak fiyatlandığını söylemek mümkün değildir. Ancak 1981 resesyon döneminde ABD borsalarında zirve noktasından görülen değer kaybının % 27 ile 2001 resesyonda görülen % 49'a yakın değer kaybının altında kalması ve son harekette 26 Ekim'de görülen dip noktasının % 45 civarında düşüşe işaret etmesi de, düşüşlerin hangi noktaya varabileceği veya dibin geride bırakılıp bırakılmadığı konusunda net bir değerlendirmeyi zorlaştırmaktadır.**

Ekonomik Aktivite Öncü Göstergesi (PMI)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

ABD Ekonomisinde Büyüme (GSYH)

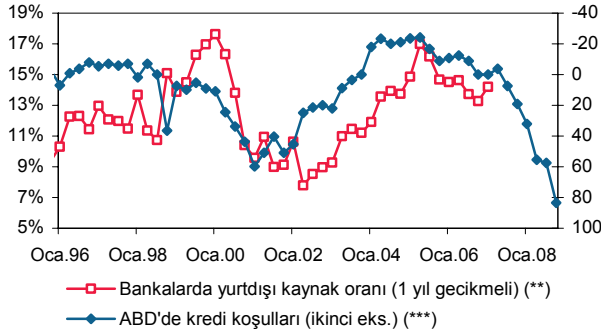


Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

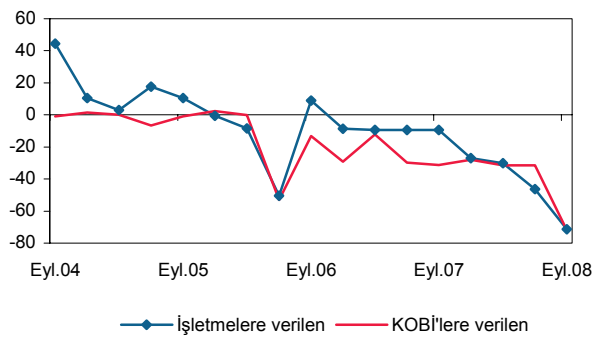
Bu görünüm altında, Türkiye ekonomisi ticaret kanalı üzerinden dış talepte düşüş etkisiyle olumsuz etkilenmeye devam edecekken, borsaların ve finansal göstergelerin baskı altında kalması da tüketici ve yatırımcı güven kaybının devamına yol açarak iç talebi kısmayı sürdürebilecektir. Bunların dışında izlenmesi gereken önemli bir etki ise kredi kanalı üzerinden görülebilecektir. Küresel kredi krizinin başlangıç günlerinde yer verdiğimiz analizlerde, Türkiye'de yurtiçi kredi arzı açısından hem şirketlerin doğrudan yurtdışı borçlanmalarının hem de bankaların yurtdışından borçlanarak şirketlere kullandırmalarının önemli etkisi olduğunu ortaya koymuş ve bu arzın yurtdışında kredi koşullarında oluşabilecek bozulmadan belli bir gecikmeyle olumsuz etkileneceğini vurgulamıştık. **Bu bağlamda, hafta içinde FED tarafından yayınlanan Loan Officer Survey ve TCMB tarafından yayınlanan Banka Kredileri Eğilim Anketi, bankacılık sisteminde kredi koşullarının daha da sıkılaştırılarak ABD'de tarihinin, Türkiye'de ise anketin kısa geçmişinin (2004 yılında**

başladı) en sıkı durumuna getirildiğini yansıtmıştır. Bu doğrultuda, BDDK verilerinden izlediğimiz kadarı ile TP kredi hacminin uzun süredir devam eden yükseliş eğilimine Eylül sonundan itibaren ara vermesi ve hafif bir düşüş eğilimine girmesi, yakından izlenmeli ve bunun kalıcı bir eğilime dönüşüp dönüşmeyeceği gözlenmelidir. Böyle bir eğilimin oluşması, ticaret ve yatırım ortamı koşullarını daha da zor bir noktaya sürükleyebilecektir.

Bankalarımızda Yurtdışı Kaynak Payı ve ABD'de Kredi Koşulları



Türk Bankacılık Sisteminde İşletme Kredileri Standartları (*)



(*) Negatif (pozitif) değerler kredi koşullarının önümüzdeki 3 aylık dönemde sıkılaşılmasının (gevşetilmesinin) beklendiğini gösterir.

(**) TCMB'nin yayınladığı mevduat bankaları bilançosunda, yurtdışı banka ve fonlardan kullanılan kredilerin, toplam mevduata oranı

(***) ABD'de büyük şirketler için kredi standartlarının önceki döneme göre daha sıkılaştığını belirten finans kurumlarının oranı.

Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sonuç olarak, daha önce de belirttiğimiz gibi, hafif bir küresel resesyonu fiyatlamış 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. İkinci alanda likidite ve kredi riski göstergelerindeki iyileşme ile olumlu gelişmeler gözlenirken, ekonomik görünüm daha olumsuz bir senaryoya doğru kaymaktadır. Ayrıca, mali sisteme yönelik endişeler azalsa da, bu durum kredi mekanizmasının eskisi gibi çalışmaya başlayacağı anlamına gelmemektedir. Kredi koşullarında dünya genelinde gözlenen sıkılaşıma kısa vadede ağır basacağına benzemektedir. Bu ise, iç ve dış talep açısından sıkıntılı bir bariz olarak yansıtmaya başlayan ekonomik ortamın bir de finansman tarafından gelebilecek darbeyi kaldırmasını zorlaştırabilecektir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yurtiçinde bu haftanın en önemi verisi Eylül ayı cari açık rakamları olacak. Ayrıca Hazine, Çarşamba günkü 1.8 mlr YTL'lik itfası öncesinde 11 Kasım'da 18.11.2009 vadeli iskontolu tahvil ihraç edecek.
- Yurtdışında ise ABD'de perakende satışlar ve Euro Bölgesi'nde büyüme verileri haftanın en önemli açıklamaları olarak görünüyor. Ayrıca, Almanya'da ZEW Endeksi de izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Yüksek	Cari Açık, Eyl.	US\$ mln	10 - 14 Kas.	(1,600)
Orta	Sanayi Üretimi, Eyl.	% yıllık	10 Kas., 10:00	-1.0 (1.0)
Orta	Nakit Bazlı FDF, Ekim	YTL mlr	10 Kas., 17:30	(3.8)
Orta	Kapasite Kullanımı, Ekim	%	11 Kas., 10:00	-
Orta	Merk. Hük. Bütçesi FDF, Ekim	YTL mln	11 - 14 Kas.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Kas.	-	11 Kas., 12:00	-62.5
Orta	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi, Eyl.	% aylık	12 Kas., 12:00	-1.1
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Eyl.	US\$ mlr	13 Kas., 15:30	-57.9
Yüksek	Euro Bölgesi	Büyüme, 3Ç	% çeyrekssel	14 Kas., 12:00	-0.1
Orta	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ekim	%	14 Kas., 15:30	-0.7 & -3.0
Yüksek	ABD Perak.Satış.Toplam & Oto.Hariç, Ekim	% aylık		14 Kas., 15:30	-1.0 & -0.8
Orta	ABD Michigan Tüketici Güv. End., Kas.			14 Kas., 16:45	55.5

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	15.0	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	-51.0	-35.8	-33.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.4	-4.5	-3.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	7 Kasım	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.5241	1.6000	1.6000	1.5000	1.5000	1.6000	1.5000
EUR/YTL	1.9628	2.0300	2.0000	1.8900	1.8900	2.0200	1.8900
Döviz Sepeti	3.4869	3.6300	3.6000	3.3900	3.3900	3.6200	3.3900
EUR/USD	1.2878	1.2700	1.2500	1.2600	1.2600	1.2600	1.2600
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.25%	15.50%	16.75%	15.00%
Gösterge Tahvil	21.30%	23.00%	22.00%	20.10%	19.30%	22.80%	18.70%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 42 1	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 çalışanı 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.