

Makroskop

17 - 23 Mart 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

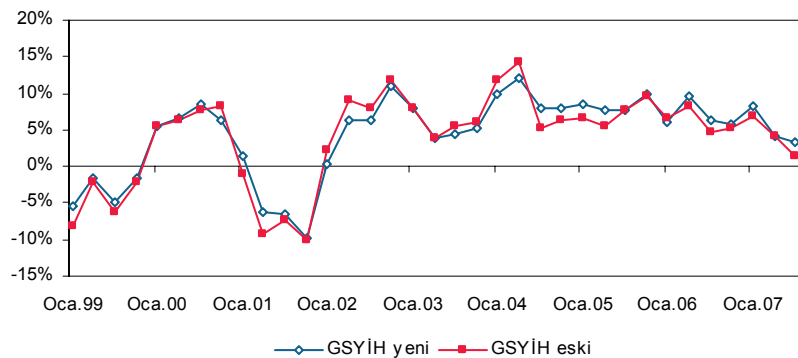
Nilüfer Yıldız (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

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

Değişmez Doğrular...

Geride bıraktığımız haftaya, yurtiçinde ve yurtdışında önemli veriler ve gelişmelerin getirdiği dalgalanma hakim oldu. Hafta içinde tüm bu unsurları yayınladığımız özel raporlarla değerlendirdik. Aslında vermek istediğimiz ana mesaj şuydu: Aylardır bu satırlarda çizdiğimiz küresel ve yurtiçi ekonomi-piyasa görünümü ve gidişatına ilişkin beklentilerimizde bir değişikliğe gitme ihtiyacı duymuyoruz. Kısacası, büyümeye ilişkin kaygılarımız devam ederken, bütçedeki toparlanmanın yeterli ve kalıcı olmasını zor görüyoruz. Yeniden bozulan enflasyon görünümü ve buna bağlı olası para politikası tepkisinin ise, genel görünümde iyileşmenin önündeki en önemli engellerden biri olabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca, ABD ekonomisinin büyük olasılıkla ilk çeyrek itibarı ile resesyona girdiğini düşünürken, Euro Bölgesi'nin şu ana kadar kritik eşiğin üzerinde tutunmasının ABD'den kaynaklanacak gecikmeli etkileri dikkate alarak endişelerimizi gidermede yeterli olamadığını görüyoruz. Reuters tarafından yapılan son anket de benzer bir algılamının yaygınlaştığını göstermiştir. ABD ekonomisinin resesyona girmesine verilen ihtimal % 45'ten % 60'a yükselirken, aynı oran İngiltere için % 25 ve Euro Bölgesi için % 15 gibi ciddiye alınması gereken düzeylerde oluşmuştur. Bu doğrultuda analistler, Fed'in 18 Mart'taki toplantısında faizleri en azından 50 baz puan indireceği (vadeli işlemler 75 baz puana % 90 gibi bir olasılık vermekte) konusunda mutabık kalırken, yıl sonunda ise faizlerin mevcut % 3.0 seviyesinden % 2.0'ye ineceğini öngörmektedir. Avrupa Merkez Bankası'nın ise, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde 25'er baz puan faiz indirimine gideceği yönündeki beklenti değişmemiştir.

Yıllık GSMH Büyüme Oranları - Eski ve Yeni Seri Karşılaştırması



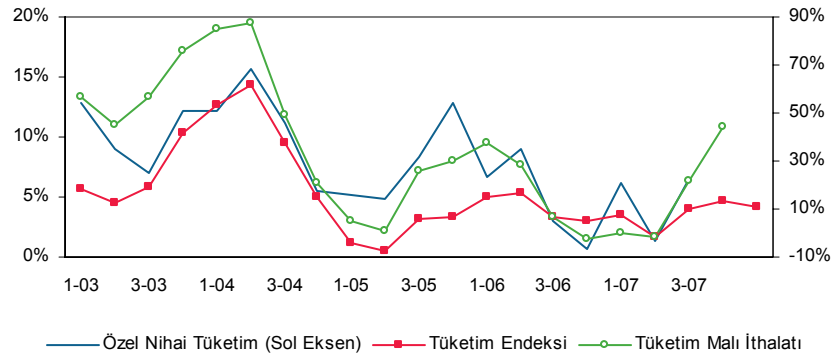
Kaynak: TÜİK, Fortis Araştırma hesaplamaları

Genel değerlendirmeden sonra ayrıntılara geldiğimizde, gerekli ve geçerli gördüğümüz **milli gelir revizyonunun 2007 yılı büyüme tahminimizi yukarı çektiğini ancak daha önemlisi yavaşlama eğilimini de teyid ettiğini**

görmekteyiz. 2007'nin ilk üç çeyreğindeki yukarı revizyon nedeniyle, biz de bu yıl için büyüme tahminimizi % 4.5'ten % 5.3'e çıkarttık.

Yeni seride mevsimsel düzeltilmiş çeyreksele büyüme oranları, 2007 yılının ikinci ve üçüncü döneminde % 0.1 gibi son derece zayıf seviyelerde gerçekleşirken, rakamların daha kararlı bir yavaşlamaya işaret etmesi 2008 yılı için % 4.5 olan tahminimizi korumamızı getirmiştir. **Küresel görünümü ve kredi ile portföy kanallarından olası etkileri dikkate aldığımızda, büyüme üzerindeki risklerin aşağı yönlü baskı uygulamaya devam ettiğini düşünüyoruz.** Bu arada, ilk iki ayda aktiviteye ilişkin göreceli olumlu verilerin yeterince temsil gücü olmadığını ve daha net bir görünüm için Mart ayı verilerinin belirleyici olacağını da belirtmeliyiz. Bilindiği gibi, sanayi üretim endeksi Ocak'ta yıllık bazda % 11.7 artarken, beklediğimiz bu güçlü artış, geçen senenin aynı ayında bayram tatili sebebiyle yaşanan işgünü kaybından kaynaklanmaktaydı. Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakınca da, aylık bazda yaşanan % 2.3 artışın Aralık'taki % 3.7'lik sert düşüşü geri çevirmeye yetmediğini gördük. Genel eğilime baktığımızda da, sanayi üretiminde belirgin bir ivmelenme olmadan durgun seyrin devam ettiğini izledik. Benzer şekilde, CNBC-e Şubat ayı Tüketim Endeksi de yıllık bazda % 9.5 artarken, aylık bazda % 0.4 geriledi. Mevsimsellikten arındırılmış seride de benzer bir düşüş olması iç talepteki toparlanmanın yeterince güç kazanmadığını onaylamış oldu.

Özel Tüketim Göstergeleri (*) (Çeyrekler Bazında, Yıllık Değişim)



(*) CNBC-e tarafından yayınlanan Tüketim Endeksi'nin Ocak-Şubat dönemi değerleri kullanılmıştır.

Kaynak: CNBC-e, TÜİK, Fortis Araştırma hesaplamaları

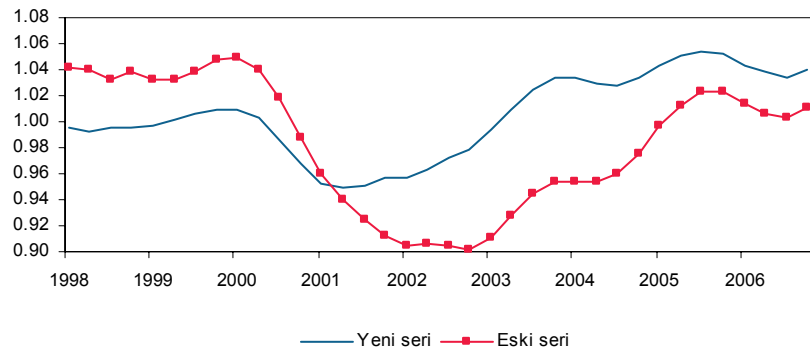
Tüketim malı ithalatında geçen yılın son çeyreğinde görülen % 45 ve bu yılın ilk ayındaki % 55 artışın iç talep görünümü açısından yanıltıcı bir sinyal verdiğini de düşünmekteyiz. Aylık ortalama 1.5 mlr dolar civarında seyreden tüketim malı ithalatının hanehalkı tüketimi içinde küçük bir payı temsil etmesi bu düşüncemize temel oluşturuyor. Yeni GSYIH serisi, yerleşik hanehalklarının aylık tüketiminde tüketim malı ithalatının % 4 gibi sınırlı bir düzeyde olduğunu göstermektedir. 2006 verilerine göre, Türkiye'de hanehalklarının toplam harcamasının % 25.8 ile en büyük kısmı gıda-içki-tütün grubuna yönelmektedir. Oysa, aynı yıl tüketim malı ithalatının % 40 gibi önemli bir kısmı binek otomobili (% 26) ve dayanıklı tüketim mallarından (% 14) oluşurken, işlenmiş ve işlenmemiş gıda ithalatının payı % 7 ile sınırlıdır. **Dolayısı ile, son dönemde tüketim malı ithalatında görülen sıçramanın otomobil satışlarındaki toparlanmadan kaynaklandığı ve iç talebin genel görünümü açısından fazla bir şey ifade etmediği söylenebilmektedir.**

Yeni verilerin getirdiği ve fazla değinilmeyen bir önemli farklılık ise, özel tüketimin ekonomideki toplam harcamalar içindeki payının artış göstermesi ve büyüme oranlarında yapılan yukarı revizyonlarla beraber çıktığı açığı görünümünü değiştirerek Merkez Bankası'nın işini daha da zorlaştırması olmuştur. Ne demek istediğimizi açmaya çalışalım. Yapılan revizyonla iç talebin GSYIH'daki payı 2 puana yakın bir yükselişle % 71'e çıkmıştır. Bu oran ABD ekonomisindeki iç talep payına çok yakındır. Yani, deflasyon açısından iç talebin kontrol altında tutulmasının önemini daha da artırmıştır. Buna karşılık, iç talebin belirgin ağırlığı global şoklara dayanıklılık açısından avantajlı bir duruma

işaret etmektedir. Ancak, bir şartla... Şok anında tüketici ve yatırımcı güvenini ayakta tutacak önlemleri vakit gecikmeden alınmalıdır.

Mevcut talep koşullarının, önceden görüldüğünden daha güçlü olduğunun anlaşılmasının, ekonomideki arz-talep dengesi ve dolayısı ile de enflasyon üzerinde oluşabilecek baskı konusunda da yansımaları olacaktır. Son 1 yıllık dönemde yurtiçi nihai tüketim harcamalarının (hanehalkı tüketimi+devletin nihai tüketimi+gayri safi sabit sermaye oluşumu) GSYİH'ya oranı, yeni seride geçmişe göre belirgin olarak yukarıda seyretmektedir. Bu göstergenin kabaca çıktı açığına ilişkin eğilimleri yansıttığını düşünüyoruz. Bilindiği gibi, çıktı açığı kavramı, bir ekonomideki mevcut GSYİH düzeyi ile potansiyel GSYİH düzeyi arasındaki farkı gösteriyor. Potansiyel GSYİH, ülkenin mevcut işgücü ve sermaye varlıkları ile verimlilik düzeyi dikkate alınarak hesaplanan enflasyonu azdırmayacak teorik bir GSYİH seviyesini ifade ediyor. Mevcut GSYİH eğer potansiyelin altındaysa negatif çıktı açığı oluyor. Bu bölgede talebin enflasyona yol açmadığı ileri sürülüyor. TCMB de toplam talebin enflasyonda düşüşe destek verdiğini söylerken bu hesaba güveniyor. Bu değişen görünüm muhtemelen Merkez Bankası'nın çıktı açığı tahminlerinin biraz aşağı çekilmesini getirebilir, ancak 2004 yılından beri talep koşullarının daha güçlü olması, bu görünümün enflasyon tahminleri, dolayısı ile de para politikası görünümü üzerinde ne yönde etki edeceğini söylemeyi zorlaştırmaktadır.

Yurtiçi Nihai Tüketim Harcamaları / GSYİH



Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sonuç olarak, dalgalanma getiren yoğun veri ve enformasyon akışına rağmen ekonomi-piyasa görünümü ve gidişatına ilişkin beklentilerimizde bir değişikliğe gitme ihtiyacı duymuyoruz. Kısacası, büyümeye ilişkin kaygılarımız devam ederken, yeniden bozulan enflasyon görünümü ve buna bağlı olası para politikası tepkisinin ise, genel görünümde iyileşmenin önündeki en önemli engellerden biri olabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca, ABD ekonomisinin büyük olasılıkla ilk çeyrek itibarı ile resesyona girdiğini düşünürken, Euro Bölgesi'nin şu ana kadar kritik eşik üzerinde tutunmasının ABD'den kaynaklanacak gecikmeli etkileri dikkate alarak endişelerimizi gidermede yeterli olmadığını görüyoruz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- PPK'nın Çarşamba vereceği faiz kararı haftanın en önemli gelişmesi olacak. Piyasa 25 baz puan indirim ve faizlerin sabit tutulma ihtimali arasında kararsız görünüyor. Biz ise indirimlere ara verilmesini ağırlıklı ihtimal olarak görüyoruz.
- Yurtdışı gündeme Fed'in Salı günü vereceği faiz kararı damgasını vuracak. Perşembe günü de saat 11:00'de Avrupa Bölgesi için açıklanacak olan geçici hizmet ve imalat sanayi PMI endekslerini takip edeceğiz. Aynı gün, Japonya'da, Cuma günü de ABD'de piyasalar tatil olacak.
- Hazine Ağustos ve Kasım aylarındaki, sırasıyla, 18.3 mlr YTL ve 18.4 mlr YTL olarak hesapladığımız itfa yükünü hafifletmek için, Perşembe ve Cuma günleri, 13.08.2008 ve 26.11.2008 vadeli tahvilleri, 26.09.2012 vadeli YTL cinsinden sabit kuponlu tahvile değiştirmek üzere iki ihale düzenlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Zayıf	İşsizlik Oranı, Ara.	%	17 Mart, 10:00	-	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Şub.	-	17 Mart, 10:00	-	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Mart	%	19 Mart, 19:00	15.25	15.00-15.25

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Şub.	%	17 Mart, 15:15	81.3
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Şub.	% aylık	17 Mart, 15:15	-0.1
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Şub.	Mln	18 Mart, 14:30	1.032
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Şub.	Mln	18 Mart, 14:30	1.0
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Şub.	% aylık	18 Mart, 14:30	0.2 & 0.5
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı, Mart	%	18 Mart, 20:15	2.25 -2.50
Orta	Euro Bölgesi	Geçici Hizmet Sektörü PMI End., Mart	-	20 Mart, 11:00	52.0
Orta	Euro Bölgesi	Geçici İmalat Sektörü PMI End., Mart	-	20 Mart, 11:00	52.0
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Mart	-	20 Mart, 16:00	-16.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2006	2007t	2008t	2009t
GSMH (Mlr YTL)	758.4	863.5	915.6	999.8
GSMH (Mlr US\$)	530.5	663.5	735.4	772.7
GSMH büyümesi	6.9%	5.3%	4.5%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	11.6	5.9	4.0	4.3
TÜFE (yıllık %)	9.7	8.4	5.5	4.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-54.0	-62.8	-68.0	-66.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	85.5	107.2	121.9	138.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	139.6	170.0	189.9	204.8
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-32.2	-38.0	-42.6	-40.5
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-6.1%	-5.7%	-5.8%	-5.2%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	14 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2339	1.2264	1.2486	1.2762	1.2903	1.2900	1.3000
EUR/YTL	1.9232	1.9070	1.9103	1.9016	1.8451	1.8800	1.8200
Döviz Sepeti	3.1571	3.1334	3.1588	3.1778	3.1354	3.1700	3.1200
EUR/USD	1.5586	1.5550	1.5300	1.4900	1.4300	1.4600	1.4000
O/N	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	14.25%	14.50%	13.00%
Gösterge Tahvil	17.80%	17.20%	16.80%	16.20%	15.30%	15.60%	13.90%

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.