

# Makroskop

20 - 26 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

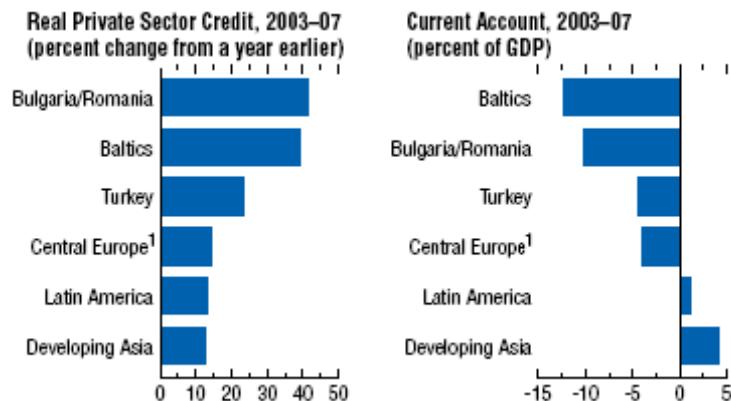
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### Bir Kaldıraç Verin, Dünyayı Yerinden Oynatayım

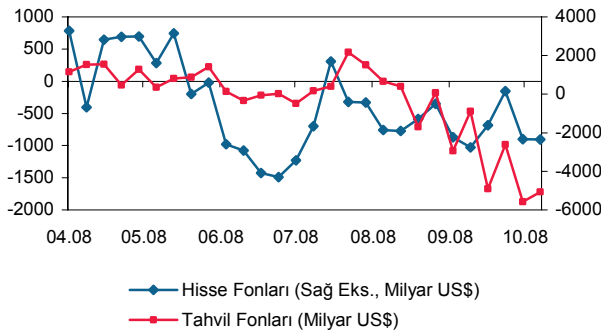
Küresel mali krizde, en önce ve en çabuk bir şekilde önlemleri alan ülke ABD iken, Avrupa'nın geçen hafta yaptığı atak ve çok beğenilen İngiltere kurtarma planının tüm gelişmiş ülkeler tarafından benzer şekilde uygulanmaya başlamasıyla roller değişmiş, "aynı gemideyiz" algılamasının güçlenmesi krizin önceliklerinden en önemli farkı olan küresel niteliğine uygun bir gelişme olmuştur. Alınan yeni önlemlerin özünde bankacılık sistemini yeniden kredi verebilir hale getirme ve birbirleriyle işlem yapmalarını cesaretlendirme amacını taşıyan sermaye takviyesi ve çeşitli garantileri içerdiği gözlenmektedir. İlk aşamada beklenen, çalışmaz hale gelen bankalararası borç alma-verme piyasasının yeniden işlev görmeye başlamasıdır. Bu gerçekleşmeden kredi mekanizmasının yeniden canlanmasını beklemek de gerçekçi değildir. Hafta içinde belirttiğimiz gibi, yaşanan bu son sorunlar öncesinde bile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin geneline yönelik büyüme eğiliminin daha da zayıfladığı gözlemlenmişken, artık resesyon tehdidi ABD'nin dışına taşmış, uzun süre etkisini hissettirecek potansiyel altı zayıf büyüme beklentileri ise bunun dışında kalan ülkelerin tamamı için geçerli olmuştur. Her ne kadar, piyasalar açısından şu anda satın alınan senaryonun (Avrupa'nın bir kısmında ve ABD'de hafif resesyon, uzun süre zayıf büyüme) oldukça ihtiyatlı olması aşağı yönlü riskleri azaltsa da, piyasalarda toparlanma görmek için ekonomik görünümde düzelmeye sinyallerine ihtiyaç duyulacağından, kalıcı bir yükseliş için uzunca bir süre beklemek gerekebileceğini düşünmeye devam ediyoruz. Ayrıca, gelişmiş ülkeler arasında sağlanan bu koordinasyon ve senkronizasyon başarısının önlemlerin eksik kaldığı bazı alanlara da taşınmasını, elzem ve kaçınılmaz görüyoruz. Bu bağlamda, **ABD'de konut fiyatlarındaki serbest düşüşü durduracak veya yavaşlatacak bir mekanizma kurulması ile Avrupa'da ilk ABD'de ise ikinci mali uyarıcı paketinin (vergi indirimi veya harcama artışı şeklinde) devreye girmesi, önümüzdeki acılı resesyon sürecinde öne çıkması muhtemel iki kritik tedbir olarak görünmektedir.**

Gelişmekte Olan Ülkelerde Kredi Büyümesi ve Cari Denge



Yeni küresel finansal mimarinin de oluşması beklenen döneme kadar olan geçiş sürecinde, IMF'nin rolünün artması da beklenmektedir. Gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımlarında görülen ani duruş, şimdiden fona üç yeni müşteri kazandırırken birinin daha yolda olduğu izlenmektedir. Ekonomik çöküntü yaşayan İzlanda IMF'ye acil yardım için başvururken, Ukrayna'nın da 2004 yılında onaylanan stand-by kapsamında mevcut 600 mln dolarlık kredi imkanını kullanmak istediği bildirilmiştir. Sırbistan da başvuruda bulunurken, AB üyesi olan Macaristan'a ise, IMF her türlü teknik ve mali desteği sağlama teklifinde bulunmuştur. Bu grupta yer alan ülkelerin risk primlerinde (ülke euro tahvillerinin ABD tahvilleri ile getiri farkı) özellikle Eylül başından beri çok sert yükselişler ve belirgin ayrışmalar gözlenmesi dikkat çekicidir. Bir çok ülkenin risk primi 2003 yılından beri en yüksek seviyelerine çıkarken, Ukrayna ve G.Afrika'nın risk primleri tarihlerindeki en üst noktaya ulaşarak belirgin ayrışma göstermiştir. Türkiye'nin kredi derecesinin bir kademe altında olan Ukrayna'nın risk primi 1730 baz puan ile iflas (default) ratingde olan Arjantin'in bile 500 baz puan üzerine çıkmıştır. Brezilya'dan daha iyi ratingi olan G. Afrika'nın risk primi ise Türkiye'yi geçmiştir. Kısacası, ülke tahvilleri piyasasında açıklaması çok zor olan gelişmeler izlenmektedir. Her ne kadar Türkiye'nin risk primi de Ağustos sonunda beri 230 baz puan artmışsa da, bu dönemde göreceli performansımızın iyi olduğu söylenebilir. Benzer değerlendirme borsalar için de yapılabilir. Gelişmekte olan ülkelerin borsalarında Ağustos sonundan 16 Ekim'e kadarki dönemde dolar bazlı düşüş % 39.7'ye ulaşırken, IMKB'deki dolar bazlı düşüş (MSCI endeksine göre) % 28.5 olmuştur. **Bizce bu farklılaşmada etkili olan iki ana kanaldan bahsedilebilir. Birincisi, Türkiye'de son yıllardaki artışa rağmen finansal kaldıraç oranının düşük kalmasıdır.** 2001 krizinden sonra önemli bir yeniden yapılandırmadan geçen bankacılık sisteminde kredi/mevduat, dış yükümlülük/toplam yükümlülükler gibi oranlar ve hanehalklarının krediye ulaşımı uluslararası karşılaştırmada düşük kalmaktadır. Dolayısı ile buradaki çözümlerden de daha az etkilenme söz konusu olabilecektir. **İkincisi ise, global ekonomik yavaşlamaya paralel olarak petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşün, yüksek enerji ithalatı ile cari açığı yüksek olan Türkiye'nin bu gelişmeden görece olumlu etkileneceği algılamasına (2009 cari açık tahminimizi GSYH'nın % 6.7'sinde, % 4.3'üne revize etmiştik) yol açmasıdır.**

#### Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Fon Hareketleri



Kaynak: Emerging Portfolio, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

#### Gelişmekte Olan Ekonomilerde Dış Finansman (mlr US\$)

	2006	2007	2008t	2009p
<b>Cari Denge</b>	379.7	435.8	378.2	337.9
<b>Finansman</b>				
<b>Özel Akımlar, net</b>	565.9	898.5	619.2	561.9
Hisse Yatırımı	230.4	296.2	218.7	262.8
Doğrudan Yatırım	173.3	302.0	287.6	282.3
Portföy Yatırımı	57.2	-5.8	-68.9	-19.5
<b>Özel Kreditorler, net</b>	335.5	602.2	400.5	299.1
Ticari Bankalar	207.9	401.0	245.3	134.8
Banka-dışı	127.6	201.3	155.2	164.3
<b>Resmi Akımlar, net</b>	-60.6	20.1	3.1	7.7
Ulus. Fin. Kur.	-33.5	3.2	4.9	6.5
Diğer	-27.1	16.9	-1.8	1.2
<b>Net Hata &amp; Noksan</b>	-335.8	-401.1	-309.1	-307.5
<b>Rezervler ( - =artış)</b>	-549.3	-953.3	-691.4	-599.9

Kaynak: IIF, (t = tahmin p= projeksiyon)

**Ancak her şey kötüye giderken göreceli performansın iyi olması rahatlatıcı olmamalıdır. Böyle dönemleri çoğu kez göreceli kötü performansın izlediği unutulmamalıdır. Ayrıca sermaye akımlarına ilişkin yeni tahminler de durma noktasında olan akımların, 2009 yılını da zayıf geçireceğini göstermiştir.** Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) tahminlerine göre, toplam finansman akımları büyük ölçüde kredi akımlarında beklenen azalış nedeniyle 2007 yılındaki 898 mlr dolar değerinden 2009'da 562 mlr dolara gerileyecektir. Geçen hafta, IMF'nin küresel çapta şirketler kesimi kredi imkanının üçte bir oranında azalacağı tahminine yer vermiştik. IIF ise, kredi akımlarında yarı yarıya varan düşüş öngörerek gelişmekte olan ülkelerin bunu daha sert bir şekilde hissedeceği tahmininde bulunmuştur.

Portföy akımlarının da çıkış yönünde gerçekleşmesi beklenmektedir. Güncel verilere baktığımızda da, bu ülkelere yatırım yapan gelişmiş ülke fonlarından çıkış eğiliminin güçlenerek devam ettiğini görmekteyiz. Fon verilerini küresel boyutta toplulaştırılan EPRF şirketi, tahvil fonlarından Ağustos sonundan bu yana çıkışı 8.7 mlr dolar göstermiş ve risk primlerindeki sert yükselişin yoğun çıkışlardan kaynaklandığını yansıtmıştır. Hisse fonlarından ise aynı dönemde 13 mlr dolar çıkış olmuş, yılbaşından bugüne çıkış ise 37.5 mlr dolara ulaşmıştır.

Özetle, gelişmiş ülkelerin tamamında çok benzer güçlü kurtarma planlarının devreye girmesini önemli buluyoruz. Bu bugünlerde piyasa eğilimini tersine çevirmekte işe yaramamış görünse de, en azından kredi ve para piyasasını yeniden işler hale getirebilirse ileride görülebilecek toparlanmalara destek olması beklenebilir. Ayrıca konut sektörüne yönelik önlemlerin ve mali teşviklerin de alınması ihtimali artmaktadır. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkeler uzun zamandır görülmeyen sermaye akımlarında ani duruş olgusu ile karşılaşmış bulunmaktadır. En fazla tahribat finansal kaldıracın yüksek olduğu yani kredi büyümesinin aşırı olduğu yerlerde izlenmektedir. Buralardaki çözülmenin küresel büyümede resesyona derinleştirme ihtimali giderek yükselmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde veri gündemi sakin görünürken, Merkez Bankası'nın Çarşamba günü yapacağı PPK toplantısında ise faiz değişikliği olmayacağına kesin gözüyle bakılıyor. Hazine'nin önemli bir itfası bulunmadığından bu hafta herhangi bir ihale de düzenlemeyecek.
- Yurtdışına bakıldığında; ABD'de yeni konut satışları önemli olurken, Euro Bölgesi'nde PMI Endeksleri'nin ekonomik aktivitedeki görünüm açısından vereceği sinyaller, dikkatlerin finansal krizi önlemek için atılan adımlardan büyüme görünümüne yöneldiği böyle bir dönemde kritik olacak. Ayrıca, ABD'de bilanço açıklamaları da bu hafta Microsoft, Yahoo, Apple, UPS, Wachovia, AT&T, McDonald's gibi şirketlerle devam edecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Orta	Beklenti Anketi, Ekim II	-	22 Ekim	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Ekim	baz puan	22 Ekim, 19:00	değişim yok (değişim yok)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ekim	-	24 Ekim, 17:00	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Ekim	-	24 Ekim, 11:00	47.2
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., Ekim	-	24 Ekim, 11:00	44.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Eyl.	mln	24 Ekim, 17:00	4.88

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Milyar YTL)	853.7	999.1	1,101.1	1,191.4
GSYİH (Milyar 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 (Milyar 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 (Milyar 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

	17 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.4740	1.4200	1.4000	1.3800	1.4000	1.4200	1.4000
EUR/YTL	1.9844	1.9600	1.9300	1.8600	1.8500	1.9700	1.8500
Döviz Sepeti	3.4584	3.3800	3.3300	3.2400	3.2500	3.3900	3.2500
EUR/USD	1.3463	1.3800	1.3800	1.3500	1.3200	1.3900	1.3200
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.25%	15.50%	16.75%	15.00%
Gösterge Tahvil	21.00%	22.00%	21.00%	20.00%	18.30%	21.50%	18.00%

---

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 <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 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.