

# Makroskop

7 - 13 Aralık 2009

## 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

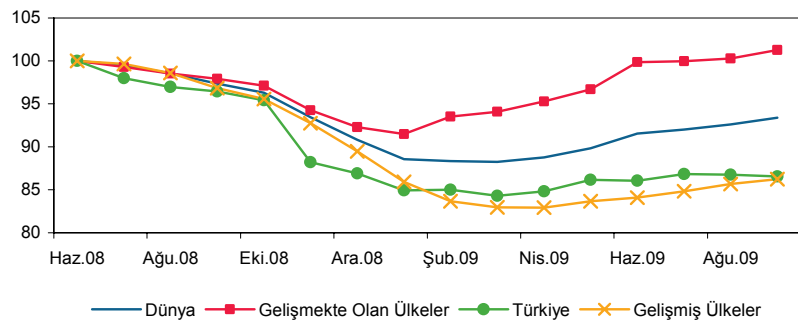
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### Herkes Mersin'e Giderken...

Fazla hafızayı zorlamaya gerek yok. Ne deniyordu?.. "Türkiye krizden sonra en hızlı toparlanan ekonomi olur." İlk aylarda hızla artan öncü göstergeler (PMI endeksleri) de bu iddiaya destek verir bir görüntü çiziyor, yerli-yabancı bir çok kurum ve analist bu görüşü dillendirmekte bir sakınca görmüyordu. Oysa, ekonomi dibe vurduktan yedi ay sonra bugün gelinen noktada, ne öncü göstergeler eskisi gibi ışıltıyor ne de sanayi üretiminde beklenen güçlü toparlanma gerçekleşmiş durumda. Rakamları görmek isteyenler, sanayi üretim endeksleri ülkeler ve ülke grupları arasındaki karşılaştırmamızın son halini aşağıda bulabilir. Ne yazık ki, **Türkiye düşüşte başlarda, toparlanmada da sonlarda yer almaya devam etmektedir.** Hafta içinde açıklanan Satınalma Yöneticileri Endeksleri (PMI) Kasım değerleri de yeni bir değerlendirme yapmak için iyi bir fırsat oluşturdu. **Burada, Türkiye PMI endeksinin artık dünya ortalamasının ve bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin gerisinde kaldığını izledik.** Türkiye'de endeks 52.8'den 51.8'e gerileyerek, 4 ay üst üste zayıflamış oldu ve Mayıs ayından beri en düşük noktasına geldi. **Oysa, yaz aylarında Türkiye bu tablonun en üstlerinde yer alıyordu.** Zayıflamaya rağmen endeksin genişlemeyi gösteren bölgede kalması ise tek avantaj olarak görünüyor. ABD'de de endeks 55.7'den 53.6'ya gerileyerek 55.0 seviyesindeki beklentinin altında kaldı. Yine de, bu Mayıs 2006'dan beri ikinci en yüksek değeri ve **alt endeksler bunun bir eğilime dönüşmeyeceğine** işaret ediyordu. Bu değerlendirmenin nasıl yapıldığına ve Türkiye'ye uygulanması durumunda neye işaret ettiğine bu raporun ilerleyen bölümlerinde değineceğiz. Devam edersek, dünya genelinde endekslere bakıldığında, sadece altı ülkenin (Rusya, Macaristan, Yunanistan, İrlanda ve Avusturya) halen 50 seviyesinin altında kaldığı, özellikle Asya ülkelerinin ittirmesiyle (Çin 55.7, Hindistan 53) gelişmekte olan ülkeler ortalamasının Türkiye'nin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir. Tüm ülkeleri kapsayan Global PMI endeksi ise, 53.6 ile önceki aya göre gerilemiş ancak net bir şekilde büyümenin devamını göstermiştir.

#### Toplulaştırılmış Sanayi Üretim Endeksleri (\*)

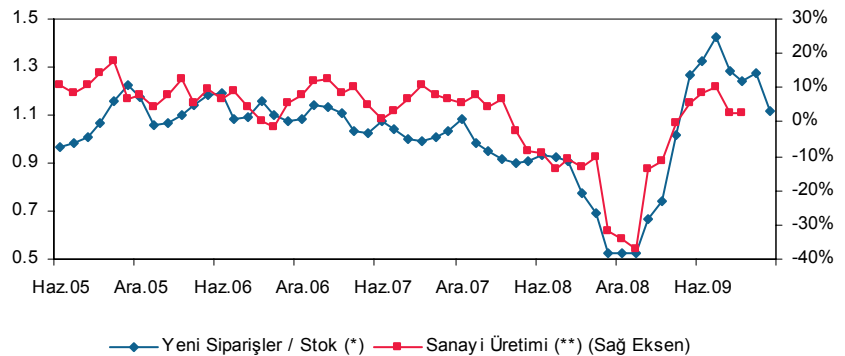


(\*) Haziran 2008 (Krizin başlangıcı) = 100

Kaynak: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Satınalma Yöneticileri Ana Endeksinin imalat sanayi üretimini başarılı bir şekilde öncülediği son krizde bir kere daha anlaşılımıştır. Daha az bilinen ise, kendi alt endekslerinin öncüleme gücüdür. Alt endeksler, girdi fiyatları, ihracat siparişleri ve istihdam gibi farklı alanlarda sanayi geneli için çok önemli bilgiler getirirken, bunlardan **üretimin gelecekteki seyri açısından en önemlileri, yeni siparişler ve stok durumu, daha doğrusu bu ikisinin birbirine oranının nasıl seyrettiğidir.** Bu sihirli oran, aslında bir üretim döngüsünün sayısallaştırılarak daha kolayca izlenmesini mümkün kılar. Yani, nasıl ki bir üreticinin stok düzeyinin fazlalığı veya azlığı üretimde önemli değişimler getirebilir diyorsak, bu denkleme üreticiye gelen yeni siparişlerin eklenmesi, bu hareketin gücüne ilişkin çok daha fazla bilgi içerecektir. Bilindiği gibi, bu tür endekslerde herhangi bir nedenle stokların azalma (artma) eğilimine girmesi stoklar alt endeksinin doğrudan, ana endeksi ise dolaylı olarak yukarı (aşağı) çekmektedir. Resesyonlar, tipik olarak, beklenmedik ve ani talep azalışına yüksek stok düzeyiyle yakalanılmasından kaynaklandığından, PMI stok alt endeksleri başta hızla düşer, stokların eritilmesiyle beraber de yükseliş eğilimine geçer. **Dolayısı ile, resesyondan çıkış sürecinin ilerleyen aşamalarında üretime hem azalan stoklar hem de artan siparişler nedeniyle yukarı yönlü baskı gelmesi beklenir. Bu baskının ne derece güçlü olduğunu ise, yeni siparişlerin stoklara olan oranı yansıtabacaktır.** Söz konusu oranın diğer ülkelerin PMI analizlerinde sıklıkla kullanıldığını ve üretimi öncülemede başarılı olduğunu bilmekteyiz. Benzer bir çalışmayı dünya genelinde olduğu gibi Markit tarafından yayınlanan Türkiye PMI endeksleri üzerinden yaptığımızda da, sanayi üretimindeki artış hızını öncülemede oldukça başarılı olduğunu gördük. Aynen PMI ana endeksi gibi Temmuz'a kadar yükselen bu oranı, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimindeki üç aylık değişimin yıllıklandırılmış halinin de izlediği, sonrasında ise hızlı düşüşte birbirlerini takip ettikleri görülmektedir. Henüz sanayi üretimi için Eylül sonrasını bilmiyoruz ama **söz konusu oranın Ekim-Kasım gelişmeleri, Ekim'de sınırlı bir toparlamadan sonra düşüşün devam edeceği ve üretimin artış hızının negatif bölgeye geçebileceği yönünde sinyal vermektedir.** Otomotiv, beyaz eşya ve demir-çelik sektörlerinden üretimin yıllık bazda artışa geçtiği haberlerinin geldiği, ihracatın sınırlı da olsa son iki ayda yıllık artış gösterdiği bir dönemde, öncü göstergelerden gelmekte olan bu sinyal hiç de iç açıcı değildir. **Zira, üretimde Şubat dibinden sonra yakalanan toparlanma eğiliminin gücünü koruyamadığını, daha da önemlisi yeni yıla zayıf bir momentumla girilmekte olduğunu düşündürmektedir.**

#### Siparişlerin Stoklara Oranı ve Sanayi Üretimi



(\*) Markit Türkiye PMI endeksi, yeni siparişler ve stok alt endekslerinin oranı.

(\*\*) Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin üç aylık değişiminin yıllıklandırılmışı.

Kaynak: TÜİK, Markit, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu bağlamda, önümüzdeki haftanın ekonomik aktiviteye ilişkin verileri daha bir önem kazanmaktadır. Haftanın bu kapsamdaki ilk verisi Ekim ayı sanayi üretimi olurken, önceden aktardığımız gibi 14 ay sonra üretimin yıllık bazda artış göstermesini bekliyoruz. Biz % 2.5 artış öngörürken, anketlerde ortalama beklenti % 2.1 ile daralmaya işaret etmektedir. Ancak, tahminimizde baz etkisinin yanı sıra işgünü sayısındaki artışın da etkili olması nedeniyle, mevsimsellikten arındırılmış verilerin daha sınırlı bir aylık artışa işaret edeceğini düşünüyoruz. Bilindiği gibi,

TÜİK tarafından gecikmeli olarak açıklanan mevsim ve takvim etkisinden arınırılmış veriler son iki ayda % 0.1 ve % 0.3 ile daralmaya işaret etmiş, böylece, dip noktasından bu yana geçen 7 ayda toplam artış % 2'ye bile ulaşamamıştı. **Dolayısı ile, Ekim ayı için daha iyimser kalan beklentimiz doğrultusundaki bir gerçekleşmenin bile, yavaş ve kademeli toparlanma senaryosuna bir değişiklik getirmeyeceğini söyleyebiliriz.** Haftanın diğer önemli verisi ise, 10 Aralık'ta açıklanacak olan üçüncü çeyrek GSYH gerçekleşmesidir. Geriden gelen bu verinin ise 2009 ve 2010 yılı büyüme tahminleri açısından belirleyici olması beklenebilir. En son TCMB Beklenti Anketi'nde ortalama tahmin sırası ile -% 5.6 ve % 3.2 düzeyinde oluşmuştu. Üçüncü çeyrek için anketler ortalama % 3.7 civarında bir daralma beklentisine işaret ederken, bizim beklentimiz % 3.5 daralma şeklindedir. Bu ve Ekim ayı sanayi üretiminde beklenenden iyi gelecek verinin 2009 ve 2010 yılı tahminlerini olumlu yönde etkileme potansiyeli olacaktır. Elbette bu önermenin tersinin de geçerli olduğu da unutulmamalıdır. Aynı gün Merkez Bankası 2010 yılı Para ve Kur Politikaları Genel Çerçevesini ve Hazine de 2010 yılı borçlanma programını açıklayacağını da hatırlatalım. Bu konulardaki özel raporumuz çok yakında elinizde olacak.

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinin üretim kaybında başlarda, toparlanmada da sonlarda yer almaya devam ettiği izlenmektedir. Bu nedenle, "Türkiye en hızlı toparlanır" görüşünün altını doldurmak giderek zorlaşmakta ve göreceli piyasa performansının zayıf kalması için ciddi bir temel oluşturmaktadır. Bu yıldan umudunu kesenler, bu kez de 2010 yılı için güçlü büyüme tablosu çizmeye çalışacaklardır. Ancak, üretimde Şubat dibinden sonra yakalanan toparlanma eğiliminin gücünü koruyamaması nedeni ile yeni yıla zayıf bir momentumla girilmekte olduğu izlenmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde büyüme görünümüne ilişkin veriler öne çıkıyor. Sanayi üretimi, GSYH ve kapasite kullanımı izlenecek. 10 Aralık Perşembe günü gündem oldukça yoğun, çünkü birçok veriye ek olarak, Hazine 2010 yılı borçlanma programını açıklayacak ve Merkez Bankası'nın da 2010 yılı Para ve Kur Politikaları Genel Çerçevesini de aynı gün yayınlamasını bekliyoruz. Yurtdışı gündemi ise görece daha sakin. ABD'de perakende satışlar ve Tüketici Güven Endeksi piyasa açısından en önemli açıklamalar olarak görünüyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Nakit Bazlı FDF, Kas.	TL mlr	8 Ara.	-3.9
Yüksek	Sanayi Üretimi, Ekim	% yıllık	8 Ara., 10:00	2.5 (-2.1)
Orta	MB Beklenti Anketi, Ara. I	-	9 Ara.	-
Yüksek	GSYH, 3Ç	% çeyreklik	10 Ara., 10:00	-3.5 (-3.7)
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Kas.	-	10 Ara., 10:00	-
Orta	Kapasite Kullanımı, Kas.	%	10 Ara., 10:00	(71.4)
Orta	Cari Açık, Ekim	US\$ mln	10 Ara., 17:00	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	10 Ara., 14:00	değ. yok
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Ekim	US\$ mlr	11 Ara., 15:30	-36.25
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ekim	%	11 Ara., 15:30	0.3 & 1.0
Yüksek	ABD	Perak.Satış.Toplam & Oto.Hariç, Kas.	% aylık	11 Ara., 15:30	0.5 & 0.5
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ara.	-	11 Ara., 16:55	68.4

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	973.5	1,066.7	1,179.7
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	628.0	688.2	718.8
GSYİH büyümesi	0.9	-6.0	4.0	5.0
ÜFE ( yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	10.1	5.9	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.6	-58.0	-63.8
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	101.3	126.2	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.8	184.2	186.7
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.7	-14.4	-30.6	-33.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.3	-4.4	-4.7

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	4 Aralık	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4812	1.4800	1.5200	1.5800	1.5600	1.4800	1.5600
EUR/TL	2.2395	2.1850	2.2300	2.2900	2.2500	2.1800	2.2500
Döviz Sepeti	3.7207	3.6650	3.7500	3.8700	3.8100	3.6600	3.8100
EUR/USD	1.5119	1.4760	1.4670	1.4500	1.4400	1.4750	1.4400
O/N	6.50%	6.25%	6.25%	6.25%	7.25%	6.25%	7.75%
Gösterge Tahvil	8.90%	8.70%	9.00%	9.00%	10.50%	8.70%	10.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
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 Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska 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	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

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.