

Makroskop

7 - 13 Eylül 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

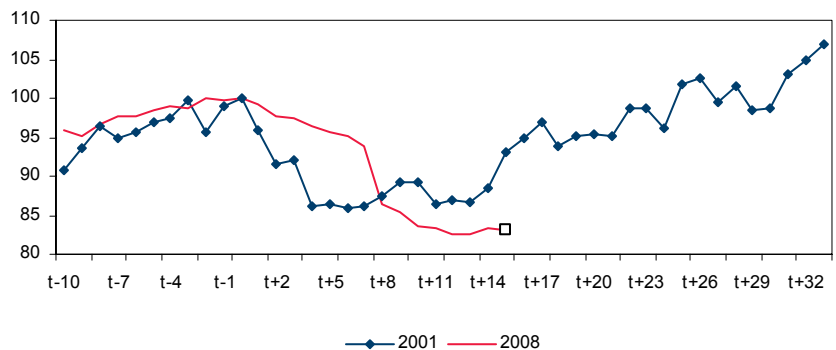
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Hızlısı Buysa Yavaşını Düşünemiyorum...

En önemli öncü gösterge olarak gördüğümüz Satınalma Yöneticileri Endeksleri (PMI) Ağustos ayı itibarı ile öyle bir olumlu tablo çizmektedirler ki, insanın içinden neredeyse hep böyle sert resesyonlar olsa da bu derece güçlü toparlanmalar görsek demek gelmektedir. Elbette ciddi değiliz, böyle resesyonlar düşman başına. Sadece, PMI endekslerinin geldiği seviye Haziran 2007'den beri en yüksek değer olunca bunun büyüme görünümünü açısından yanlış bir algılamaya yaratabileceğine dikkat çekmek için bu şekilde vurguladık. **Öncü göstergelerin yansıttığı üretimdeki toparlanmanın oluşan atıl kapasiteleri hızlı bertaraf edecek, uzun soluklu bir eğilim olduğuna halen ikna olmuş değiliz.** Şu anda kesin görünen tek şey, küresel ekonominin resesyondan çıkmakta olduğu ve geriye sadece bunun resmi olarak (IMF, Dünya Bankası v.b) ilan edilmesinin kaldığıdır. Ayrıca, bu toparlanma eğilimi genele yayılsa da, ülkeler arası önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Bazı ülkelerde, PMI endeksleri Aralık 2008'den beri kesintisiz yükselirken, bazılarında son aylarda yorgunluk belirtileri (Türkiye dahil) izlenmeye başlanmıştır. Farklılıkların büyük ölçüde, mali teşvik uygulamasındaki zamanlamadan kaynaklandığını düşünürken, bir çok ülkede analistlerin toparlanmanın gerçek gücünün tespiti için, doping etkisinin geçmesini beklediklerini tahmin ediyoruz. Biz aynı şeyi Türkiye ekonomisi için yaptığımızda, örneğin otomobil ve beyaz eşya satışları için Mart-Mayıs döneminde görülen vergi teşviki kaynaklı artışın yerini bu teşviklerin sınırlanmasıyla Haziran-Temmuz döneminde düşüşe bıraktığını görüyoruz. Merkez Bankası da, son verilerin mali önlem paketinin yurtiçi talep üzerindeki uyarıcı etkisinin büyük ölçüde geçici olduğunu teyid ettiğini belirterek, bu tespitimizi doğrulamaktadır. **İç talepteki bu görünüm, dış talepte Ağustos ayı ihracat gerçekleştirmelerinin de gösterdiği üzere halen devam eden zayıf görünümle birleşince "Türkiye en hızlı toparlanan ülkeler arasında olur" söylemini benimsemekten uzak duruyoruz. Aksine, sanayi üretiminde görülen toparlanmanın bizim bu yıl için öngördüğümüz ihtiyatlı senaryonun bile altında seyrettiğini izlemekteyiz.**

2001 ve 2008 Krizinde Sanayi Üretimi (Mevsimsellikten Arındırılmış)



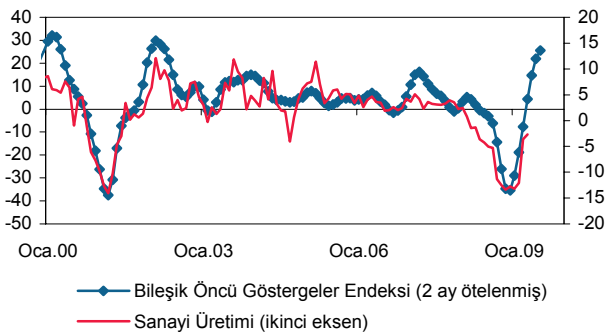
Not: Krizin başladığı ayın üretim düzeyi 100 olarak alınmıştır.

Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

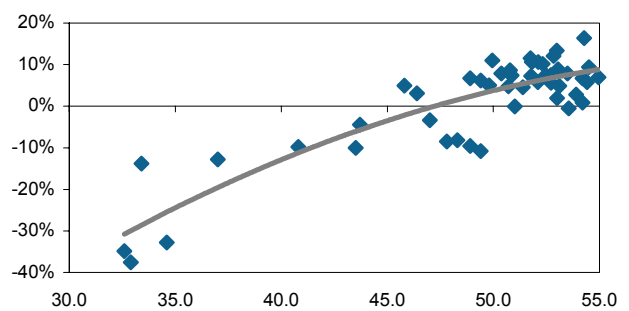
Bilindiği gibi, 8 Eylül'de Temmuz ayı sanayi üretim endeksi açıklanacaktır. Bunun öncesinde TÜİK tarafından açıklanan Haziran ayı takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış endeksin değişimi aylık % 0.4 düşüğe işaret etmiş, üretimdeki Mart dibinden sonra görülen toparlanmanın çok sınırlı kaldığını göstermiştir. Nisan 2008 - Mart 2009 döneminde görülen kümülatif % 18.9 düzeyindeki üretim kaybına karşılık, takip eden üç ayda artış % 0.7 düzeyinde kalmıştır. **Temmuz ayına ilişkin anketler yıllık üretim azalışı ortalama beklentisini Haziran'a benzer şekilde % 9.5 civarında göstermekteyken, bizim beklentimiz % 10.5 azalış şeklindedir. Ancak bizim daha kötümser beklentimiz bile mevsimsel düzeltilmiş olarak aylık % 1 artışa işaret etmektedir. Yani gerçekleşme bu seviyelerden belirgin olarak sapmadıkça üretimde en kötü noktaya göre toparlanmanın devam ettiği, ancak gerçekleşen toparlanmanın zayıf kaldığı teyid edilmiş olacaktır.**

Benzer sonuçlar veren Reel Kesim Güven Endeksi ve Türkiye PMI endeksinin Ağustos verileri elimizdeyken, sanayi üretimi bunları iki ay geriden takip etmektedir. Ayrıca, geniş kapsamlı anketler yoluyla derlenen güven endekslerini oluşturan soruların belirleyici bir kısmı reel kesimin gelecek üç aya ilişkin beklentilerini içermektedir. Bu nedenle, söz konusu endekslerin ekonomik aktiviteyi öncüleme gücü çok yüksektir. Bu anketten seçilmiş bir kaç soruya ek olarak, Hazine'nin ihale borçlanma faizi, elektrik üretimi ve ara malı ithalatı gibi veriler eklenerek yine TCMB tarafından hesaplanan Öncü Göstergeler Endeksi de (MBONCU) adını hak edecek şekilde öncülemede oldukça başarılıdır. **Önümüzdeki aylarda sanayi üretiminin hangi seviyelere toparlanacağını görmek açısından bu iki endeksin işaret ettiği değerlere baktık. Son üç aydır 53-54 aralığında çakılı kalan Türkiye PMI endeksi, üç aylık üretim değişiminin yıllıklandırılmış olarak % 10 civarına yükseleceğine, MBONCU ise altı aylık değişimin % 10 civarında olabileceğine işaret etmektedir. Her iki sonucun da hızlı bir toparlanmadan ziyade bizim yavaş toparlanma senaryomuzaya uygun olduğunu görüyoruz. Ancak, ilk aylardaki toparlanmanın bu öncü göstergelerin işaret ettiği toparlanmaya göre zayıf kaldığını da belirtmeliyiz. Bu durum Temmuz verilerinde de devam ederse, yavaş toparlanma senaryomuzu daha da ihtiyatlı bir konuma getirmemiz gerekebilir.**

Merkez Bankası Öncü Göstergeler Endeksi (*) ve Sanayi Üretimi Trendi (**)



Türkiye PMI Endeksi ve Sanayi Üretimi Trendi (***)



(*) MBONCU'nün 6 aylık değişimi. (**) Sanayi üretim endeksinin (SÜE) mevsimsel düzeltilmiş 6 aylık değişimi. (***) SÜE üç aylık değişiminin yıllıklandırılmışı.
Kaynak: TCMB, TÜİK, HSBC, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Yukarıda bahsettiklerimizin 10 Eylül'de açıklanması beklenen ikinci çeyrek GSYH gerçekleştirmeleri açısından bir önemi yoktur. Zira, bu dönemde sanayi üretiminin yıllık bazda % 15 gerilediği bilinmektedir. Bu gelişmeyi hesaba katan tahminlerden oluşan anketler (Reuters, CNBC-e) ikinci çeyrekte % 8 civarında ortalama daralma beklentisine (bizim beklentimiz % 8.4) işaret etmektedir. **Ancak üçüncü çeyreğe nasıl bir üretim görünümü ile başlandığı önemli olacaktır.** Her ikisinde de beklenenden zayıf bir tablo çıkarsa, şu an için anketlerde ortalama olarak % 5.5 düzeyinde görülen 2009 yılı daralma tahminlerinin (bizim % 6) ve daha önemlisi 2010 yılı büyüme tahminlerinin aşağı çekilmesi söz konusu olabilecektir. Bu verilerin en geç bir ay içinde nihayetlenmesi beklenen orta vadeli planın makro çerçevesi için de belirleyici olması beklenirken, daha

önce KEP'te % 3.6 olarak belirlenen resmi daralma tahmininin % 6 ya da daha farklı seviyelere revize edilmesine kapı açabilecektir.

Sonuç olarak, dünya genelinde öncü göstergelerde gözlenen yükselişin büyümeye ilişkin kaygıları gidermede yeterli olmadığı izlenmektedir. Bunun arka planında mali önlem paketlerinin uyarıcı etkisinin geçici olacağı düşüncesi yatıyor olabilir. Nitekim, Türkiye'de bu durum gözlenmekte, otomotiv ve beyaz eşya satışlarında son iki aydır kaydedilen düşüş, zaten ihtiyatlı beklentimizden bile zayıf kalan üretimdeki toparlanmanın üzerindeki riskleri artırmaktadır. Bu haftanın kritik verilerinin (II. Çeyrek GSYH ve Temmuz sanayi üretimi) büyüme görünümünü yeniden değerlendirmek için önemli bilgiler getirmesini bekliyoruz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde 2. çeyrek büyüme verisi ve öncesinde açıklanacak sanayi üretimi gibi kritik veriler izlenecek. Ayrıca bir yandan dış denge, bir yandan da bütçe dengesine ilişkin gelişmeler de piyasaların odağında olacak. Bu arada, Hazine Çarşamba günkü 2.1 mlr TL'lik iftası öncesinde Pazartesi günü 6 ay vadeli iskontolu bono, Salı günü ise 11.05.2011 vadeli gösterge tahvil ve 5 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ihraç edecek. Yurtdışına bakıldığında, Pazartesi günü ABD piyasalarının kapalı olması ile sakin başlayacak haftanın geri kalan günlerinde de kritik bir veri görünmüyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Tem.	% yıllık	8 Eyl., 10:00	-10.5 (-9.4)
Orta	Nakit Bazlı FDF, Ağu.	TL mlr	8 Eyl.	10.6
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Eyl. I	-	9 Eyl.	-
Yüksek	GSYH, 2Ç	% yıllık	10 Eyl., 10:00	-8.4 (-8.0)
Orta	CNBC-e Tüketim End., Ağu.	-	10 Eyl., 10:00	-
Orta	Kapasite Kullanımı, Ağu.	%	10 Eyl., 10:00	(71.3)
Yüksek	Cari Denge, Tem.	US\$ mln	10 Eyl., 17:00	-100 (-168)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	10 Eyl., 14:00	değişim yok
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Tem.	US\$ mlr	10 Eyl., 15:30	-27.5
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ağu.	%	11 Eyl., 15:30	0.0 & 0.9
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Eyl.	-	11 Eyl., 16:55	65.3

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	928.7	1,018.5	1,126.2
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	599.2	648.7	691.8
GSYİH büyümesi	1.1	-6.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.8	-61.2	-66.1
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	102.4	102.7	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	140.2	163.9	172.2
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.3	-11.5	-32.1	-34.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-5.0	-5.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	4 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5005	1.5000	1.5000	1.5600	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1459	2.1000	2.1000	2.1500	2.0500	2.1000	2.0500
Döviz Sepeti	3.6464	3.6000	3.6000	3.7100	3.6300	3.6000	3.6300
EUR/USD	1.4301	1.4000	1.4000	1.3800	1.3000	1.4000	1.3000
O/N	7.75%	7.25%	7.00%	7.00%	8.50%	7.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.50%	9.50%	10.50%	11.50%	12.00%	10.50%	12.50%

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 rd 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.