

## Makroskop

9 - 15 Kasım 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

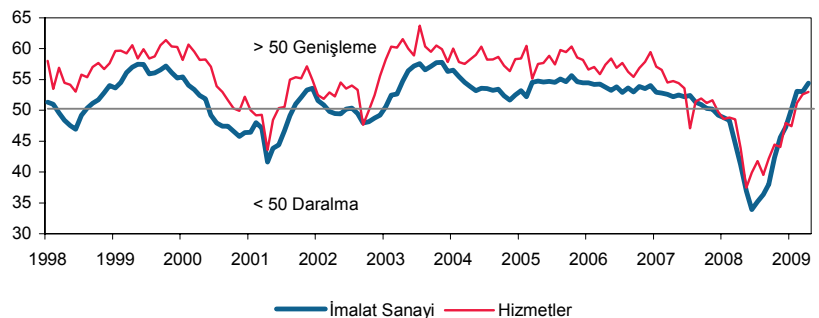
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### Tek mi, Çift mi?...

Ne ilginçtir ki, ekonomik aktiviteye ilişkin öncü göstergelerin ABD'de yeni bir ivmelenme yakaladığı, Euro Bölgesinde uzun bir aradan sonra genişleme evresine geçtiği, gelişmekte olan ülkelerde ise ulaştığı yüksek seviyeleri koruduğu bir dönemde, küresel toparlanmanın gücüne ilişkin kaygılar gerekçe gösterilerek borsalarda son ayların en belirgin düzeltmesi gerçekleşmektedir. Borsalarda Mart ayından beri gözlenen yükselişi yeni bir boğa piyasasının başlangıcı olarak görenler bu son hareketi ana trend içinde sağlıklı bir düzeltme olarak görürken, bahsettiğimiz yükselişi ayı piyasası içinde bir düzeltme olarak görenler ise son dönemdeki düşüşü aylardır bekledikleri trende dönüş hareketi olarak algılamaktadır. Henüz erken bir değerlendirme olsa da, gözlenen hareketin mevcut seyri ve boyutuyla yukarıda bahsettiğimiz bakış açılarından ilkinde daha uygun görüldüğü söylenebilir. **Her ne kadar, son dönemde ekonomik aktiviteye ilişkin veriler zaman zaman olumsuz sürprizler yapsa da, bunun daha çok yukarı çekilen beklentilerden kaynaklandığını, dolayısı ile öncü göstergelerin çizdiği tablonun gerisinde kalan gerçek makro verilerin dahi ekonomide bir çift dip yaşanması (W) senaryosu için yeterli olumsuzluk içermediğini düşünüyoruz.** Daha kısa bir süre önce V tipi toparlanma konuşulurken, W'nin konuşulmaya başlanmasını piyasaların manik-depresif git-gellerinden bir yenisi olarak görüyoruz. Ekonomilerde yılın ilk çeyreğinden sonra başlayan toparlanmanın kesintiye uğramadığını düşünürken, halen de **U tipi (kademeli ve zamana yayılan) bir toparlanmaya benzer gerçekleşmesine daha fazla ihtimal veriyoruz.** Zaten, borsalarda bu satış baskısı yaşanırken buradan çıkışların güvenli limanı olarak görülen tahvil getirilerinde önemli bir düşüş yaşanmamakta olması da, "çift dip" senaryosunun marjinal kalmaya devam ettiğini göstermektedir. **Önümüzdeki dönemde de, aşağı veya yukarı yönlü dalgalanmaların ağırlıklı olarak toparlanmanın gücüne ilişkin farklı değerlendirmelerden kaynaklanmaya devam etmesini bekliyoruz.**

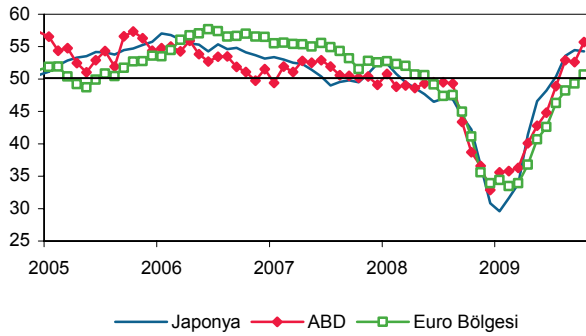
### Küresel Satınalma Yöneticisi Endeksi (\*)



(\*) Ülkeler için yayınlanan Markit verilerinden JP Morgan tarafından toplulaştırılmış Global PMI Endeksi.  
Kaynak: Markit, JP Morgan, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

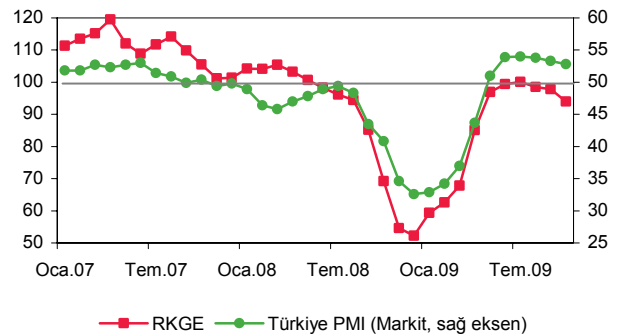
Bu temel tespitleri yaptıktan sonra geride bıraktığımız haftanın kritik veri akışında öne çıkanlara değinerek devam etmek istiyoruz. **Hiç kuşkusuz haftanın en önemli verileri, dünya genelinde büyüme hızları açısından öncü göstergeler kabul edilen Satınalma Yöneticileri Endekslerinin (PMI) Ekim ayı gerçekleştirmeleriydi.** Her ne kadar, ekonomik döngülerin kırılma noktalarının tespitinde çok başarılı olan bu göstergenin, toparlanmanın gücünü tahmin etmekte aynı şekilde faydalı olamadığını düşünsek de, gerçekleştirmelerin imalat sanayi ve hizmetler sektörleri açısından yılın son çeyreğinin ilk ayında güçlü bir görünüme işaret ettiğini belirtmeliyiz. Euro Bölgesi'nde imalat sanayi PMI endeksi 49.3'ten 50.7'ye yükselirken, Mayıs 2008'den beri ilk defa kritik 50 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Endekste ki iyileşmenin hemen hemen tüm ülkelere yayıldığı da gözlenmiştir. İngiltere'de de PMI endeksi benzer şekilde kritik 50 seviyesini aşarak 53.7'ye yükselmiştir. Avrupa'daki bu veriler öncesinde, Çin PMI endeksi yükselişini sürdürerek 53.4'ten 56.6'ya çıkarken, en çarpıcı sonuç ABD'de açıklanan imalat sanayi ISM endeksinin Ekim ayında 3 puana yakın bir artışla 55.7 ile 2006 ortalarından beri en yüksek seviyeye çıkması olmuştur. Böylece, Dünya büyüme hızı açısından öncü gösterge olarak kabul edilen Global PMI Endeksi, 1.4 puanlık artışla 54.4 olmuştur. Hizmet sektörlerinde de durum farklı değildir. Euro Bölgesinde 52.6, İngiltere'de 56.9 ve ABD'de 50.6 değerleri kaydedilirken, Global PMI Hizmetler Endeksi de 53.0 seviyesine çıkmıştır. **Türkiye ise, söz konusu endeksin dünyada en hızlı toparlandığı ülke olmuş, ancak bu durum Haziran'a kadar sürerken sonrasında hafif düşüş eğilimi gözlenmiştir. Ekim ayı değeri olan 52.8 ise, Euro Bölgesi hariç diğer bir çok ülkenin gerisinde kalmaya başlamıştır. Bu ise, Mart-Haziran dönemini kapsayan güçlü başlangıçtan sonra toparlanmanın hız kestiğini göstermektedir ki, sonradan gelen gerçek veriler de bunu teyid etmektedir.**

G3 Ülkeleri PMI (\*) Endeksleri



— Japonya — ABD — Euro Bölgesi

Türkiye PMI Endeksi ve Reel Kesim Güven Endeksi



— RKGE — Türkiye PMI (Markit, sağ eksen)

(\*) Genişleme ve daralma dönemlerini PMI için 50, RKGE için ise 100 seviyesi ayırmaktadır.

Kaynak: TCMB, Markit, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

**Önümüzdeki dönemde, özellikle gelişmiş ülkelerin öncü göstergelerinde gözlenen ivmelenmenin ekonomik aktiviteye ilişkin gerçek verilere ne ölçüde yansıtacağı dikkatle izlenecektir. Zira, aşırı gevşek para ve maliye politikalarından çıkışın zamanlaması büyük ölçüde buradaki gelişmelere bağlı olacaktır.** Çıkış stratejisinin uygulamasında, beklediğimiz gibi, ülkelerin krizden etkilenme şiddetine bağlı olarak ayrışmalar başlamıştır. Politika faizini arttırmaya başlayan ülkeler kervanına İsrail ve Avustralya'dan (ikinci artırım) sonra geçtiğimiz hafta Norveç de katılmıştır. Ancak, esas izlenecek Merkez Bankaları, global likidite açısından ağırlıkları nedeniyle ABD, Avrupa ve İngiltere'ninkiler olacaktır. Bu bağlamda, Fed'in 4 Kasım tarihli FOMC toplantısında, "faizlerin düşük seviyelerini uzunca bir süre koruması gerektiği" şeklindeki kritik ifadenin korunup korunmayacağı önemliydi. **Aylardır tekrarlanan bu düşük faiz taahhüdünün bu kez bazı ekonomik koşullardaki gelişmelere bağlanarak lanse edildiğini görmekteyiz. Bu koşullar ise, kaynak kullanım oranının düşük kalması, enflasyonun düşük seyretmesi ve enflasyon beklentilerinin istikrarlı seyri olarak belirtilmiştir.** Hanehalkı tüketiminin artmaya başladığını vurgulamasıyla birlikte düşünüldüğünde, Fed'in ekonomiye ilişkin genel değerlendirmesinin önceki aya göre daha olumlu bir noktada olduğu

gözlenmektedir. ECB ve BOE'nin son toplantısı sonrası gelen açıklamaların mevcut algılamayı değiştirecek bir nitelikte olmadığı da izlendi. Tek fark ise, BOE'nin nicel gevşeme programını 25 mlr sterlin kadar artırması oldu. Bilindiği gibi, İngiltere ekonomisi sürpriz bir şekilde ikinci çeyrekte de negatif çeyreksel GSYH değişimi kaydetmiş ve resesyondan çıkamadığını göstermişti. Merkez Bankalarının bu duruşu, global likidite bolluğunun devam etmesi, dolayısı ile risk iştahının desteklenmesi anlamına gelmektedir. Ancak bütün bu desteğe rağmen son dönemde risk iştahında gözlenen zayıflama daha ciddi boyutlara ulaşırsa, bu durum bir süre sonra ekonomideki toparlanma üzerindeki riskleri artıracığından, Merkez Bankaları için yine bu duruşu korumak dışında bir alternatif görünmemektedir.

Sonuç olarak, küresel resesyonun derinliği nedeniyle toparlanmanın zayıf kalmasını normal bulurken, veri açıklamalarının ekonomide bir çift dip yaşanması (W) senaryosu için yeterli olumsuzluk içermediğini düşünüyoruz. Ekonomilerde yılın ilk çeyreğinden sonra başlayan toparlanmanın kesintiye uğramadığını düşünürken, U tipi toparlanmaya daha fazla ihtimal vermeye devam ediyoruz. Fed'in ve diğer önde gelen merkez bankalarının ekonomiye ilişkin genel değerlendirmesinin önceki aylara göre daha olumlu bir noktada bulunması ve çıkış stratejilerini çok yavaş da olsa hayata geçirmeleri, ilerlemenin beklenen ve istenen doğrultuda olduğunu düşündürmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde ekonomik aktiviteye yönelik sanayi üretimi ve kapasite kullanımı verileri önemli olurken, hem dış denge hem de mali görünüme ilişkin gelişmeler de gündemde olacak. Yurtdışında ise, Euro Bölgesi'ndeki 3. çeyrek büyüme verisi öne çıkıyor. ABD'ye bakıldığında da dış ticaret dengesi ve Michigan Tüketici Güven Endeksi verileri önemli olacak.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	MB Beklenti Anketi, Kas. I	-	9 Kas.	-
Orta	Nakit Bazlı FDF, Ekim	mlr TL	9 Kas.	3.6
Yüksek	Sanayi Üretimi, Eyl.	% yıllık	9 Kas., 10:00	-8.5 (-7.6)
Yüksek	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, Ekim	TL mln	10 - 13 Kas.	-
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Ekim	-	10 Kas., 10:00	-
Yüksek	Cari Denge, Eyl.	US\$ mln	10 Kas., 17:00	100 (234)
Orta	Kapasite Kullanımı, Ekim	%	11 Kas., 10:00	70.9

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Kas.	-	10 Kas., 12:00	55.0
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (ilk veri), 3Ç	% yıllık	13 Kas., 12:00	0.5
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ekim	%	13 Kas., 15:30	0.1 & 0.5
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Eyl.	US\$ mlr	13 Kas., 15:30	-31.5
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi, Kas.	-	13 Kas., 16:55	72.0

## 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	4.0	5.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.0	-58.0	-63.8
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	102.1	126.2	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	139.0	184.2	186.7
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.7	-11.6	-27.4	-30.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-1.8	-4.0	-4.3

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	6 Kasım	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4845	1.4800	1.5000	1.5600	1.5600	1.4800	1.5600
EUR/TL	2.2041	2.1900	2.2000	2.2600	2.2500	2.1800	2.2500
Döviz Sepeti	3.6886	3.6700	3.7000	3.8200	3.8100	3.6600	3.8100
EUR/USD	1.4847	1.4800	1.4700	1.4500	1.4400	1.4700	1.4400
O/N	6.75%	6.50%	6.25%	6.25%	6.75%	6.25%	7.75%
Gösterge Tahvil	8.80%	9.00%	8.50%	8.50%	10.00%	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.