

Makroskop

9 - 15 Şubat 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

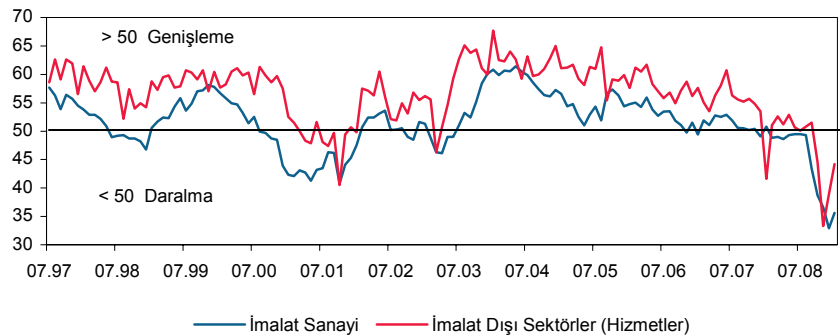
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

İstikrarın Her Türüsü Güzel...

Ekonomiler belirli bir döngü (genişleme/daralma) içinden geçerken, bu döngünün gücünü gösterecek veriler öne çıkar, bu döngülere giriş ve çıkış aşamalarında ise böyle bir eğilim olup olmadığını onaylayacak öncü göstergeler önem kazanır. Daha açık ifade edersek, örneğin şimdiki gibi bir daralma dönemi içindeyken ve bu bir olgunluk kazanmışsa geriden gelen verilerin (üretim, büyüme v.b) içerdiği bilgi azalır, daralmanın en şiddetli noktasının geride bırakılıp bırakılmadığı önem kazanır. Bu bir yerde, piyasa oyuncusunun yatırım kararı aşamasında aldığı risk ile beklediği getiri arasında bir denge kurma çabasına benzer. Dipten tam emin olunmasa da yakın olunduğu düşünülüyorsa, aşağı yönlü riske göre beklenen getirinin cazibesi daha ağır basacaktır. Bu ise, “en kötü geride kaldı” senaryosuna bir kere daha oynanması için yeterli bir malzemeye benzemektedir. Yeter ki başta öncü veriler, sonra da geriden gelen veriler bu algılamayı desteklesin. Bir diğer deyişle, bu eğilimin kalıcı bir yükselişe dönüşmesi için, yeni veri akışının öncelikle ekonomik görünümün artık daha kötüye doğru gitmediğini göstermesi, yani görünümün bir istikrar kazanması, daha sonra da en azından hafif bir toparlanma eğilimine girmesi gerekli olacaktır. **Son günlerdeki gelişmeler tam da kalıcı toparlanma için belirlediğimiz bu koşullardan ilkinin (görünümün istikrar kazanması) hayata geçmesi açısından ümit verici olmuştur.** Başta ABD olmak üzere bir çok ülkeden yeni destek paketleri gelmesi gerekli moral motivasyonu sağlarken, resesyona doğru gidildiğini başarı ile öncüleyen Satınalma Yöneticisi (PMI) endeksleri aylar süren kesintisiz düşüşlerden sonra ilk kez Ocak ayında ve ülkelerin çoğunluğunda (Türkiye dahil) yukarı yönlü bir tepki vermiştir. Bu gelişmeyi önemsiyoruz ancak emin olmak için bir-iki ay daha yukarı yönlü hareketin devamını görmeyi tercih etmekteyiz.

ABD Arz Yönetimi Enstitüsü (ISM) - Satınalma Yöneticisi Endeksi (PMI)



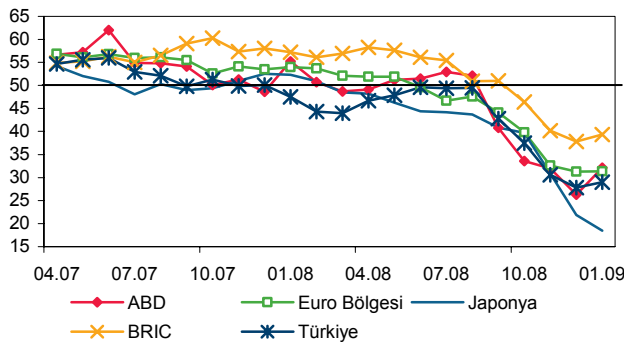
Kaynak: ISM, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Hatırlanacağı gibi, ekonomik aktivitenin öncü göstergesi PMI endeksi ilk olarak ABD'de Aralık 2007'de genişleme-daralma dönemlerini ayıran kritik

50 seviyesinin altına inmiş ve bir yıl boyunca düşüş eğilimini koruyarak Aralık 2008'de 32.9 seviyesine kadar düşmüştü. Japonya'nın benzer endeksi Mart 08'de, Euro Bölgesi'ninki ise Haz 08'de belirli bir gecikmeyle aynı kaderi paylaşmıştı. Bu nedenle, bu endekslerin Japonya ve Almanya'da Ocak ayında da düşüşünü sürdürmesini şaşırtıcı bulmuyoruz. Önemli olan Ocak ayında 35.6'ya çıkan ABD PMI endeksinin bu eğilimini koruyabilmesi olacaktır.

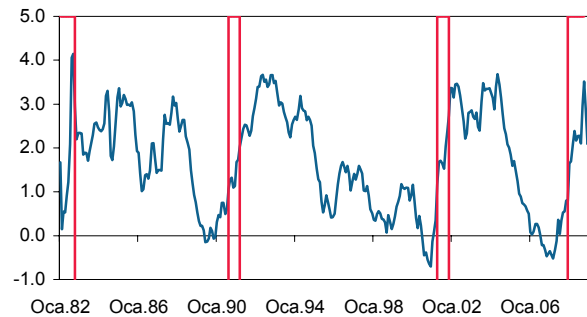
Döngüleri öncülemede yararlı olan diğer bazı göstergelerde de dipten dönüşü destekleyecek işaretler alınmaktadır. Örneğin; ABD 10 yıllık tahvil getirilerinin Ocak ayı başından beri yükseliş eğiliminde olması ve getiri eğrilerinin bir çok ülkede dikleşiyor olması ileriye yönelik beklentilerin normale dönüşü satın almaya başladığını düşündürmüştür. Türkiye'de de getiri eğrisinde dikleşme eğilimi giderek belirginleşmektedir. Kısa vadeli tahvillerin gecelik faiz eşdeğeri % 11.50-12.00 aralığındayken, gösterge tahvil ve daha uzunlarının gecelik faiz eşdeğeri % 14 ve üzerinde bulunmaktadır. Bu görünüm, mevcut faiz indirim sürecinin nasıl fiyatlandığı ve sonrasında nasıl bir faiz patikası beklendiği hakkında da fikir vermektedir. Öte yandan, global navlun fiyatlarını yansıtan ve ekonomik aktivite ile yakından ilişkili olan Baltic Dry endeksi de geçen yılın ortalarında başlayan sert düşüş sonrası tarihi düşük seviyelere geldikten sonra Ocak ayında % 70'in üzerinde artış göstermiştir. Brent petrol ve endüstriyel metallerde (bakır) de daha sınırlı olsa da yükselişler izlenmektedir. **Ancak imalat sektörlerindeki bu toparlanmanın ne kadar güçlü olacağı, daha büyük ölçüde son aylarda gözlenen stok eritme çabalarının hangi oranda başarılı olduğuna/olacağına bağlıdır.** Daha önce de vurguladığımız gibi, ekonomilerde belirsizlik ve güvensizlikle tüketicilerin alım kararını ertelemesi, satışları azaltarak stokların yükselmesini ve nihayetinde üretimin azaltılmasını getirmektedir. Bu aşamada üretici önceliğini stokların eritilmesine vermekte, önemli fiyat düşüşleri ile tüketimi canlandırmaya çalışmaktadır. Dolayısı ile, bu esnada hanehalkı bütçesini zorlayan enerji-gıda fiyat baskısı bulunmaması ve hükümetten de mali destek (vergi indirimi) gelmesi önemlidir. Nihayetinde iç talebi canlandırmayı amaçlayan bu karar ve girişimler gecikir veya yetersiz kalırsa, stokların eritilmesi de daha uzun vadeye yayılacak ve beklenen üretim sıçramasını geciktirecektir. **Ayrıca, örneğin ABD'de iç talep açısından önemli olan istihdam ve konut piyasasındaki gelişmeler buralardaki düzeltme sürecinin henüz sona ermediğini ve hanehalkı geliri ile servet etkisi gibi kanallardan talebi baskı altında tutmaya devam edeceğini düşündürmektedir.** İşsizlik maaşı başvurularının henüz zirve yapmaması, yeni ev satışlarının Aralık'ta 1963'den beri en düşük seviyesine inmesi ve konut fiyatlarındaki düşüşün süreceğine ilişkin sinyaller, iç talepte kalıcı toparlanma açısından ihtiyatlı tarafta kalmanın daha doğru olduğunu söylemektedir.

PMI – Üretim (G3, BRIC ve Türkiye)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

ABD'de Getiri Eğrisi (10 yıllık tahvil - 3 ay vadeli tahvil, % puan) (*)



(*) Kırmızı dikey çizgiler arasında kalan dönemler resesyon dönemlerini göstermektedir.

Tüm bu anlattıklarımızın finansal göstergeler açısından anlamına gelince, eğer gerçekten de kısa vadede ABD'den başlayacak bir toparlanma gözlenecek ve bu zamanla kalıcı bir hale geçecekse, kayıp-kazanç açısından borsalar ile sabit getirili enstrümanlar yer değiştirecektir. Son yılların kaybedeni hisse senetlerine güvenli liman görünen tahvillerden kayış görülebilecektir. Bu durumda ilk planda doların euro'ya karşı güç kazanması da beklenebilir. Ayrıca, emtia ve petrol

fiyatlarının da son dönemdeki yükseliş eğilimlerini koruması söz konusu olabilir. Türkiye açısından ise, ABD'nin yılın ikinci yarısında resesyondan çıkması, Merkez Bankası'nın Enflasyon Raporu'nda yer verdiği senaryolardan "erken toparlanma" senaryosuna doğru bir kayış anlamına gelebilecektir. Bunun büyüme açısından yansımaları, üçüncü ve dördüncü çeyreklerde pozitif değerler ve yılın tamamında sınırlı bir daralma olabilir. Bu senaryoda yılsonu enflasyon tahmini % 6.8'den % 7.6'ya çıkarken, yılın son aylarında faizlerde ölçümlü artışlardan bile bahsedilmektedir. Kısacası, böyle bir görünüm altında faizler ve borsa yukarı yönlü bir seyir gösterecek denebilir. TL'nin yabancı paralara karşı değeri konusunda net bir yön belirlemek ise zor görünmektedir. Bu dönemde toparlanmasını beklediğimiz risk iştahı portföy yatırımları açısından olumlu bir tablo çizse de, daha önemli olan kredi akımlarının finansal krizden gecikmeli olarak etkilenmesi döviz arzının belirgin olarak artmasını engelleyeceğe benzemektedir.

Sonuç olarak, ABD'de ekonomik görünümün kötüyü gösterse de, bir istikrar kazanması resesyondan çıkış için ümitleri artırmıştır. En iyi öncü gösterge olarak gördüğümüz PMI endekslerindeki yukarı yönlü tepkiden kaynaklanan bu gelişmeyi biz de önemsiyoruz ancak emin olmak için bir-iki ay daha yukarı yönlü hareketin devamını görmeyi tercih etmekteyiz. İmalat sektörlerindeki bu toparlanmanın gücünün büyük ölçüde son aylarda gözlenen stok eritme çabalarının hangi oranda gerçekleştiğine yani tüketici davranışına bağlı olduğunu düşünmekteyiz. Ancak, istihdam ve konut piyasasındaki gelişmeler buralardaki düzeltme sürecinin henüz sona ermediğini ve hanehalkı geliri ile servet etkisi gibi kanallardan talebi baskı altında tutmaya devam edeceğini göstermektedir. Eğer kısa vadede ABD'den başlayacak bir toparlanma gözlenecekse, kayıp-kazanç açısından borsalar ile sabit getirili enstrümanlar yer değiştirecektir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta sanayi üretimi yurtiçinde en önemli açıklama olarak öne çıkarken, cari açık ve beklenti anketi gibi kritik açıklamalarla da gündem oldukça yoğunlaşıyor.
- Yurtdışında ise ABD'de perakende satışlar önemli olurken, Euro Bölgesi'nde 4. çeyrek büyüme rakamının ilk değeri açıklanacak. Bu arada 11 Şubat Çarşamba günü Japonya'da piyasalar kapalı olacak. Ayrıca, ABD Başkanı Obama, ekonomiyi teşvik paketini bu hafta sonuna kadar onaylamayı umuyordu.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Nakit Bazlı FDF, Ocak	TL mlr	9 Şub.	1.2
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Şub. I	-	9 Şub.	-
Yüksek	Sanayi Üretimi, Ara.	% yıllık	9 Şub., 10:00	-18.0 (-15.2)
Orta	Kapasite Kullanımı, Ocak	%	10 Şub., 10:00	(62.8)
Yüksek	Cari Açık, Ara.	US\$ mln	10 Şub., 17:00	-2,700 (-2,167)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Zayıf	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Ara.	US\$ mlr	11 Şub., 15:30	-37.0
Yüksek	ABD	Perak.Sat.Toplam & Oto.Hariç, Ocak	% aylık	12 Şub., 15:30	-1.0 & -1.1
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (geçici veri) , 4Ç	% çeyreksele	13 Şub., 12:00	-1.2
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Şub.	-	13 Şub., 16:55	61.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	971.7	981.6	1,076.9
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	747.5	609.7	694.8
GSYİH büyümesi	4.6	1.0	-1.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	10.1	6.5	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.7	-36.2	-45.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.0	118.4	130.2
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.7	154.6	175.6
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.2	-41.4	-10.1	-17.2
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	-5.5	-1.7	-2.5

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	6 Şubat	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6318	1.6500	1.6500	1.6000	1.6200	1.6000	1.6800
EUR/TL	2.0966	2.1100	2.1000	2.0300	2.0700	2.0500	2.1800
Döviz Sepeti	3.7284	3.7600	3.7500	3.6300	3.6900	3.6500	3.8600
EUR/USD	1.2848	1.2800	1.2750	1.2700	1.2800	1.2800	1.3000
O/N	13.00%	12.50%	12.00%	12.00%	12.50%	12.00%	14.00%
Gösterge Tahvil	15.20%	15.20%	14.70%	14.25%	14.30%	13.70%	16.00%

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: +90 212 318 38 38
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 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.