

## Makroskop

19 - 25 Mayıs 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

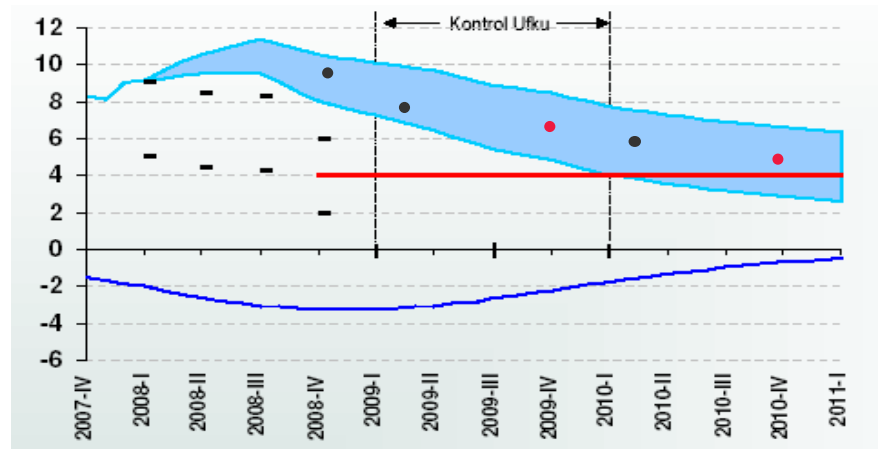
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Hedersiz Hedeflemede, Sıkımadan Sıkılaştırma...

Merkez Bankası, kendi enflasyon tahminlerini hedef olarak referans almaya başladıktan sonraki ilk adımını, beklediğimiz gibi 50 baz puanlık ölçülü bir faiz artırımını şeklinde attı. Bankanın bundan sonraki en önemli işi ise, piyasa aktörlerini bu senaryoya ve bütçe hazırlıkları sırasında hükümeti de enflasyon hedefini yukarı çekmeye ikna etmek olacaktır. Bu bağlamda, beklentiler için ilk çıpa şu cümleyle atılmıştır; *“Kurul, enflasyonun yılın son çeyreğinden itibaren kademeli olarak düşüş eğilimine girerek 2009 yılı sonunda Nisan Enflasyon Raporu’nda yer alan % 6.7’lik tahmine yakın gerçekleşeceğini öngörmektedir.”* Hemen ardından ise, önümüzdeki dönemde para politikası kararlarının enflasyonun söz konusu tahminlere yakın gerçekleşmesine odaklanacağı vurgulanmıştır. Bir diğer deyişle, Enflasyon Raporu sonrası yükselen enflasyon beklentilerinin (amaçlandığı gibi) bu hedefle yakınsaması yeterli görülecektir. Bugün itibarı ile, Mayıs 2009 için yıllık TÜFE beklentisi % 7.8 ve Mayıs 2010 için % 6.6 düzeyindedir. Bu değerler yıl sonu için kabaca % 7 civarında bir beklentiye işaret etmekte ve TCMB’nin tahmininin çok da uzağında bulunmamaktadır. Bu doğrultuda, PPK metninde bir süreçten bahsetmek yerine “gerektiği taktirde önümüzdeki dönemde de ölçülü faiz artışı gündemde olacaktır” ifadesi kullanılmaktadır. Bu ise beklentiler daha fazla bozulmazsa Haziran’da 50 baz puan daha artırımın yeterli görüleceği anlamına gelmektedir.

### Merkez Bankası’nın Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Not: Siyah noktalar o döneme ait TÜFE beklentilerini yansıtmaktadır ve son beklenti anketinden alınmıştır. Kırmızı noktalar Merkez Bankası'nın yıl sonu tahminlerini yansıtmaktadır.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Konuyu biraz daha açmak ve bu stratejideki bazı risklere değinmek üzere değerlendirmelerimize aşağıdaki gibi devam etmek istiyoruz. Merkez Bankası, iletişim politikası çerçevesinde 5 Mayıs'ta Türkiye Bankalar Birliği'nde bir toplantı

düzenlemiş, burada yapılan ve kurumun web sitesinde daha sonra yayınlanan sunumlarda, önümüzdeki dönemin para politikasına ilişkin temel olarak aşağıdaki mesajların verildiği görülmüştü.

- Faiz artışları gerektiğinde, ölçülü, kademeli ve mümkün olduğu kadar öngörülebilir olacaktır.
- Nisan Enflasyon Raporunda sunulan her üç senaryo (baz, iyimser ve kötümser) altında da **ölçülü faiz artışına** yer verilmiştir.
- TCMB böylesi bir ortamda enflasyonu, nispeten öngörülebilir ama aynı zamanda **şoklara karşı yeterince esnek** bir para politikası ile kontrol etmek için elinden gelen tüm çabayı gösterecektir.

Merkez Bankası'nın, "kısa vadeli faizlerin yıl ortalarına kadar kademeli ve ölçülü bir şekilde artırıldığı ve sonrasında 2008 yılının kalan dönemi boyunca sabit tutulduğu" bir baz senaryo benimsediğini hatırlayacağız. Kötümser ve iyimser senaryolarda ise faiz patikası, ilkinde yıl sonuna kadara kademeli olarak artırım, ikincisinde ise önümüzdeki aylarda sınırlı bir miktar artırım, sonrasında sabit tutma ve son çeyrekte kademeli indirim olarak saptanmıştır. Bu şekilde bakıldığında, söz konusu üç senaryonun faizler açısından çok farklı noktalara işaret ettiği düşünülebilir. Ancak, yukarıda aktardığımız gibi her üçünde de ölçülü faiz artışına yer verildiği dikkate alındığında, yapmamız gereken ölçü kavramı kullanılarak ne kastedildiğini bulmak olacaktır.

Sık sık değiştiğimiz gibi, **para politikasında sıklığın ölçüsü, politika faizinin reel olarak bulunduğu seviyedir.** Enflasyon beklentilerinde bozulma olduğu dönemlerde bir politika tepkisi verilmezse reel faiz otomatik olarak düşer, para politikası istem dışı gevşemiş olur. **Örneğin; Nisan sonunda politika reel faizi % 8.8'e gerilemiş, 2006 ortasındaki sıkılaştırmadan bu yana en düşük seviyeye işaret etmiştir.** Enflasyon hedeflemesi uygulamamızda görülen en düşük seviye % 8, en yüksek seviye ise % 12'dir. Enflasyon beklentileri, reel faizi etkilediğinden tüm Merkez Bankalarının en hızlı tepki verdiği değişkenlerin başında gelmektedir. Nitekim TCMB de, enflasyon beklentilerinde son dönemde gözlenen yükselişin genel fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açmaması için para politikası duruşunun uzunca bir süre sıkı kalmasının gerekebileceği değerlendirmesinde bulunmuştur. **Tüm mekanik hesaplamalar (Taylor kuralı ve reel faiz karşılaştırma) para politikası duruşunun Mart ayındaki konumuna geri dönmesi için 100-150 baz puanlık faiz artırımına işaret etmektedir.** İlk sinyaller TCMB'nin bu noktaya bir anda değil kademeli olarak gelmeyi planladığını düşündürmüştür. Faiz artırımına başlamak, özellikle gelecek 12 ve 24 ay enflasyon beklentilerinde bozulma eğilimini durdurmada işe yararsa bir kaç ayda bu artışa gitmek yeterli olacaktır. Ancak beklentilerde bozulma devam ederse politika faizi reel olarak artmasa dahi nominal artışa devam etmek gerekecektir. Tehlike de buradadır. Yola ölçülü artış yapacağım diye çıkarken, nominal olarak ölçüyü kaçırmak zorunda kalınabilir. **Bu bağlamda, kötümser senaryoda dahi ölçülü faiz artışına yer verilmesini reel faizde ölçülü artış olarak okumanın doğru olacağını düşünüyoruz.**

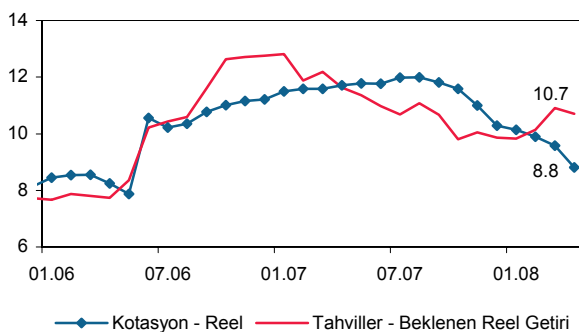
#### TCMB'nin Kötümser Senaryo Varsayımları

	2008	2009	2010
Petrol fiyatları (US\$)	125	150	150
Gıda fiyat artışı	% 17	% 11	% 10
Politika faizleri	2008 sonuna kadar kademeli olarak artırılması		

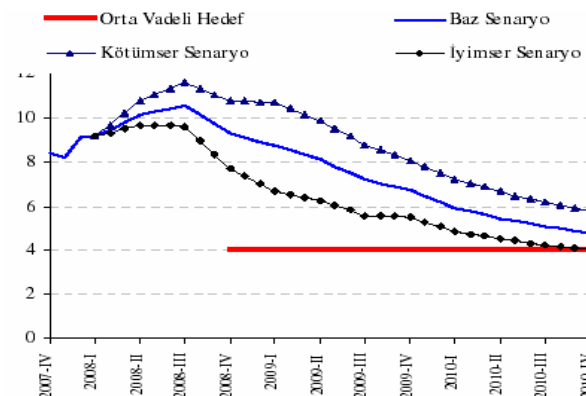
#### TCMB'nin İyimser Senaryo Varsayımları

	2008	2009	2010
Petrol fiyatları (US\$)	95	85	85
Gıda fiyat artışı	% 9	% 5	% 4
Politika faizleri	Önümüzdeki aylarda sınırlı bir miktar artırılması ve sonrasında sabit tutularak son çeyrekte itibaren kademeli olarak indirilmesi		

#### Reel Faizler



#### Enflasyon Tahminleri, Baz Senaryo ve Alternatif Senaryolar



Ancak, bu mesajın iyi verilemediğini ve yanlış algılanma ihtimalinin yüksek olduğunu da görüyoruz. Son beklenti anketinde gelecek 3 ay gecelik faiz medyan beklentisi % 16.25 iken, 1 yıl sonrası için beklenti % 15.63 seviyesinde görünmektedir. Bu ise, Merkez Bankası'nın baz senaryosundan çok iyimser senaryosuna yakın bir faiz patikasını yansıtmaktadır. TCMB'nin gelecek enflasyon beklentilerini yükseltme hamlesi başarılı olmuş ancak buna tam anlamıyla uyumlu bir faiz beklentisi henüz oluşmamıştır. Yine de gösterge tahvil faizinin, ilk artırıma rağmen O/N fonlamanın 200 baz puan kadar üzerinde kalmaya devam etmesi buradan gelebilecek bir şokun etkisini yumuşatabilecektir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası şoklara karşı yeterince esnek bir para politikası için gerekli şartları oluşturmuşa benzemektedir. Küresel risk iştahının toparlanma eğiliminde olması ve bu doğrultuda kurlarda görülen yumuşama da beklentilerin en azından daha kötüleşmemesi için yardımcı olacaktır. Ancak, ekonomide yeterince güçlü bir çıpa kalmaması (stand-by yerine OVMÇ) ve son dönemde alınan kararların yol açtığı endişeler, bu stratejinin çalışmama riskinin de ihmal edilemeyecek düzeyde olduğunu düşündürmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde Merkez Bankası'nın Mayıs ayının ikinci dönemi için açıklayacağı Beklenti Anketi'nde enflasyon beklentilerindeki gelişmeler önemli olacak.
- Yurtdışında ise Euro Bölgesi'nde açıklanacak geçici PMI endeksleri ve Almanya'da ekonominin gidişatı açısından önemli gösterge olarak kabul edilen anket sonuçları dikkatleri ABD'den bu bölgeye çekebilir.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Zayıf	Mer. Yön. Borç Stoku, Nis.	Mn YTL	20 May., 17:30	-	-
Orta	MB Beklenti Anketi, May. II	-	23 May.	-	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, May.	%	20 May.	0.5
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, May.	-	20 May., 12:00	-37
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE & ÜFE, Nis.	% aylık	20 May., 15:30	0.2 & 0.5
Orta	Almanya	Ifo İş Ortamı Endeksi, May.	-	21 May., 11:00	102.0
Orta	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., May.	-	23 May., 11:00	51.7
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., May.	-	23 May., 11:00	50.4
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Nis..	mln	23 May., 17:00	4.86

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	756.4	812.9	880.9
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE ( yıllık %)	5.9	13.0	10.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	9.5	7.0	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-68.6	-67.3	-66.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	122.0	138.2	155.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	190.5	205.5	221.9
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.6	-42.9	-40.7	-38.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.7	-5.0	-4.3

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	16 Mayıs	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2448	1.2700	1.2800	1.2900	1.3050	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.9304	1.9685	1.9585	1.9350	1.8930	1.9430	1.8350
Döviz Sepeti	3.1752	3.2385	3.2385	3.2250	3.1980	3.2380	3.1450
EUR/USD	1.5500	1.5500	1.5300	1.5000	1.4500	1.5000	1.4000
O/N	15.75%	16.25%	16.25%	16.25%	16.25%	16.25%	16.25%
Gösterge Tahvil	19.32%	19.00%	18.50%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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 çalışana 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.