

Makroskop

1 – 7 Aralık 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

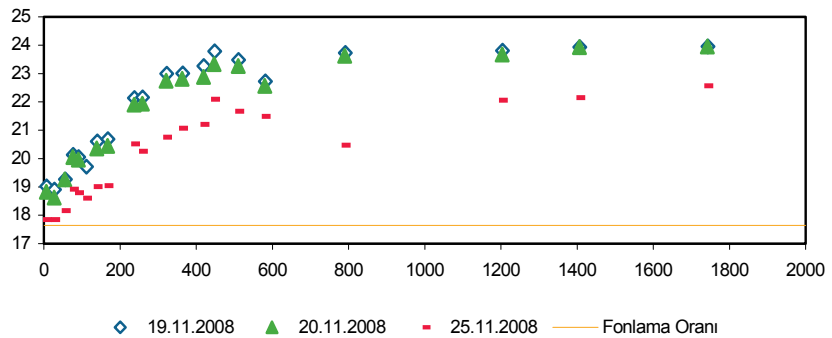
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Tünelin Ucundaki Işık mı, Far mı?...

Son dönemde yurtiçinde ve yurtdışında yaşanan gelişmeler ardından ekonomi ve piyasalar anlamında hava biraz değişiyor gibi... Aslında biz 18 Kasım'da yayınladığımız aylık Glokal Stratejist raporunda da böylesi bir değişimin ihtimalinin güçlendiğini söylemiştik. Bu raporda, Ağustos ayı sonundan itibaren yaşanan sert düşüşlerin ve piyasalarda geline seviyelerin önceki krizlere benzemesi sebebiyle yılın kalan döneminin piyasalarda daha olumlu geçmesi ihtimali üzerinde durmuştuk. Burada risk ise, olumsuz veri ve haberlerin gelmeye devam etmesi ile görünümün bir kademe daha kötüleşmesiydi. Neyse ki, son günlerde bunun tam tersi yönde gelişmeler olmuştur. ABD hükümeti zor durumdaki Citigroup'a 20 mlr dolar sermaye yardımı yapacağını açıklarken, bankadaki 306 mlr dolarlık kredi ve varlığa da oluşacak zararlara karşı garanti verileceğini duyurmuştu. Ayrıca, piyasaların diplerden toparlanmasına olanak verecek haber zincirine, Obama'nın 2 yıllık kapsamlı bir mali planı devreye sokacağını açıklaması eklendi. Son olarak da Fed'in tüketici kredi imkanlarını artırmak ve ucuzlatmak amacıyla devreye sokacağını duyurduğu toplam 800 mlr dolarlık iki yeni program ve AB'den 200 mlr Euro'luk ekonomiyi canlandırma amaçlı paket de bunların üzerine geldi.

Faiz İndirimi Sonrasında Getiri Eğrisindeki Gelişmeler



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırma ve Strateji

Türkiye'ye döndüğümüzde ise Merkez Bankası'nın 19 Kasım'daki sürpriz faiz indirimine karşı oluşan eleştiriler, dışsal koşullardaki görece iyileşme ile arka plana çekilmiştir. Ancak şu ana kadarki gelişmelerden faiz indiriminin enflasyona yönelik algılamada net bir etkisi olmadığı da izlenmektedir. Bono piyasası getiri eğrisine baktığımızda, faiz kararının ertesi gününde çok sınırlı bir düşüş olduğu ve bunun uzun vadede daha sınırlı kaldığı izlenmektedir. Hatta bu düşüşün, faiz indiriminden çok, IMF ile stand-by anlaşması konusunda çıkan olumlu haberlerle

daha ilişkili olduğu söylenebilir. Sonrasında ise, getiri eğrisinin yukarı eğimi korunmuş, ancak global piyasalarda risk iştahının canlanması ile bütün faiz vadelerde belirgin faiz düşüşü yaşanmıştır.

Bu hafta Çarşamba günü açıklanacak Kasım ayı enflasyonu ile bono piyasasındaki gelişmeler ön planda olmaya devam edecek gibi görünüyor. Burada, gıda fiyatlarına yönelik olarak ilk sinyal olan Türk-İş'in açlık sınırındaki aylık değişim, % 0.5 düşüş yönünde olmuş ve bu da endeksin tarihindeki en düşük Kasım ayı değeri olmuştur. Bu gösterge ile TÜFE gıda fiyatları arasındaki ilişki, Pazartesi açıklanacak İTO'nun fiyat endeksi kadar güçlü değildir. İTO'da da benzer bir düşüş olursa, bizim % 0.9 ile piyasanın % 1.1 düzeyindeki beklentisinin altında kalan tahminimizi bile hafif aşağı revize etmek gerekebilecektir. Bu da yıllık enflasyon oranında, Kasım ayında daha çarpıcı bir düşüşü getirebilir. Zaten geçen yılın aynı ayında sigara, benzin ve su zamları ile oluşan güçlü baz sebebiyle, mevcut tahminimizle bile, yıllık enflasyonun % 12.0'den % 10.8'e gerilemesini bekliyoruz.

Son dönemde enerji ve hammadde fiyatlarındaki düşüşlerle birlikte tüketim harcamalarındaki keskin yavaşlama, enflasyon açısından çok olumlu bir hava yaratırken, Türkiye gibi kurlardan fiyatlara geçişin (pass-through) fazla olan ülkelerde ise durum o kadar net olamamaktadır. Biz de bu durumu anlamak için, çeşitli varsayımlar altında enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceği yönünde senaryolar üretmeye devam ediyoruz. Bizim 2008 ve 2009 sonu için enflasyon tahminlerimiz % 11.0 ve % 7.5 seviyelerinde bulunurken, burada petrolün 60 dolar civarında seyredeceği, gıda fiyatlarının yıllık artış hızında ılımlı bir düşüş olacağı, kurlardaki kalıcı artışın ise % 20 seviyesi ile sınırlı kalacağı (dolar kurunun 1.50 civarında seyretmesi) varsayılmaktadır. Ayrıca bütün senaryolarda, kurlardan fiyatlara geçişin önceki kur sıçraması dönemlerindeki gibi % 30'lara kadar çıkmayacağını, iç talebin zayıf seyretmesi ile % 10'lar civarında kalacağını tahmin ettik. Bu şartlar altında, baz senaryomuzda 2009 sonuna kadar faiz indirimlerinin 175 baz puana ulaşacağı tahmin edilmiştir. Son PPK toplantısından bu yana gelen haberlerin olumlu olması sebebiyle, enflasyondan olumsuz bir sürpriz gelmezse, faiz indirimlerine kısa vadede de devam edilecektir. Bu senaryoya göre, gösterge tahvil getirisinin bu yılı % 19.3 seviyesinde tamamladıktan sonra, 2009 sonunda % 17.1'e kadar gerilemesi mümkün görünmektedir.

Alternatif Senaryolar

		İyimser	Baz	Kötümser
Petrol	2008	50	60	70
(US\$)	2009	50	60	70
Gıda	2008	10.0	11.0	12.0
(% yıllık)	2009	7.0	9.0	11.0
Kur (1US\$+1Eur)	2008	15%	20%	25%
(% yıllık)	2009	0%	0%	15%
TÜFE	2008	10.2	11.0	11.8
(% yıllık)	2009	5.9	7.5	10.6
ON Faiz	2008	15.75	15.75	16.25
(% basit)	2009	13.50	14.50	16.25
Gösterge Tahvil	2008	18.5	19.3	20.8
(% bileşik)	2009	15.0	17.1	20.1

Kaynak: Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Diğer taraftan, Merkez Bankası'nın son PPK toplantısında yaptığı gibi, mevcut koşullara bakarak, çok daha olumlu senaryolar üzerinde de durmak mümkündür. Örneğin, burada yaptığımız gibi, petrolün mevcut 50 dolar seviyelerinde kalacağı, yağışların bu sene daha iyi gitmesi ile gıda fiyatlarındaki düşüşün daha keskin olacağı, risk iştahındaki iyileşme ile kurlardaki artışın daha sınırlı boyutta kalacağı (dolar kuru 1.40) da varsayılabilir. Bu durumda, 2009 sonu enflasyonu % 5.9 seviyelerine gelerek, yılsonu hedefi olan % 7.5'in belirgin olarak altında kalmaktadır. Böylesi bir senaryo altında merkez bankası faizinin de 2009 sonunda % 13.5 değerlerine doğru düşmesi ve gösterge tahvil getirisinin % 15.0'e gevşemesi olasıdır.

Gelişmiş ülkelerde alınan bütün önlemlere rağmen, krizin daha da derinleşmesi ve bu doğrultuda da risk iştahında yeni zayıflama dönemlerinin gelmesi ihtimal dışı değildir. Biz, şu anda yaşamakta olduğumuz ve yılsonuna kadar devam etmesi olası olan iyileşme dönemini, son aylık raporumuzda öngörürken, aynı zamanda bunun kalıcı bir yükseliş olmasını beklemediğimizi de söylemiştik. Sonradan ABD, Avrupa ve Türkiye'de alınan yeni önlemlere rağmen, bu görüşümüzü koruyoruz. Ancak bu yükselişin kalıcı olabilmesi 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. Bu ise, iki veya üç aydan önce anlaşılacak bir durum değildir. Bu yüzden, temkin payının yüksek tutulmasından yanayız ve ihtimali hiç de zayıf olmayan 'olumsuz' senaryoları da akılda tutmak gerektiğini düşünüyoruz.

Enflasyon için böylesi bir senaryo yazarken, petrol fiyatlarının 70 dolara çıktığını, gıda enflasyonunun mevcut seviyelerine göre hafif gerilediğini, bunun yanında dolar kurunun da 2.00 seviyelerine çıktığını varsaydık. Şartların değişmesi durumunda, şu an için imkansız gibi gözükken bir senaryonun, nasıl ana senaryo haline geldiğini, geçmiş dönemde defalarca gördük; kaldı ki yaşanan global sorunların büyüklüğü dikkate alınınca, bu senaryo şu anda bile çok düşük ihtimalli gibi durmamaktadır. Böylesi bir görünüm altında ise, yıllık enflasyon oranı 2009 sonunda % 10.6 ile çok sınırlı bir düşüş göstermekte, bu şartlar altında da gösterge faizlerin uzunca bir süre sabit tutulma gereği ortaya çıkmaktadır. Buna paralel olarak da gösterge tahvil getirisinin % 20.1'in altına inmesi zor görünmektedir.

Sonuç olarak, dışsal koşullardaki görece iyileşme ve Merkez Bankası'nın enflasyon görünümüne ilişkin olumlu varsayımları, kısa vadede faiz indirimlerine devam edilmesini getireceğe benzetmektedir. Ekonomik aktivitenin en azından 2009 yılı ilk yarısına kadar çok zayıf seyretmesi beklentisi nedeniyle, bu sürecin önden yüklemeli gerçekleşme ihtimali de yüksek görünmektedir. Bu görünümün, başta bono faizleri olmak üzere mevduat ve kredi faizlerine de olumlu yansımaları olabilecektir. Ancak, yurtdışı görünümüne ilişkin kısa vadede devam etmesini beklediğimiz belirsizliklerin olumsuz sonuçlara doğru bir eğilim göstermesi durumunda, bu süreci kesintiye uğratma ihtimalinin de olacağı unutulmamalıdır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yurtiçinde bu hafta Pazartesi günü hem İTO Fiyat Endeksi, hem de PPK toplantı metni izlenecek. Haftanın kilit verileri ise Çarşamba günü TÜFE ve Cuma günü sanayi üretimi olacak. Bu hafta Hazine'nin 500 mln dolar döviz cinsi iç borç servisi haricinde önemli bir iç borç servisi olmamakla birlikte, Aralık'ta piyasaya yapılacak en önemli itfaları 10 Aralık'taki 2.3 mlr YTL ve 17 Aralık'taki 2.0 mlr YTL olarak hesaplıyoruz.
- Yurtdışı gündem de, ABD'nin tarım dışı istihdamı ve hem ABD hem de Euro Bölgesi için açıklanacak büyüme öncü göstergesi PMI endeksleri ile oldukça kritik. Ayrıca, Avrupa ve İngiltere Merkez Bankaları'nın faiz kararları izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	TİM İhracat, Kas.	mln dolar	1 Ara.	8,400
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Kas.	-	1 Ara., 9:00	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Kas.	% aylık	1 Ara., 12:00	1.2
Yüksek	TÜFE, Kas.	% aylık	3 Ara., 17:00	0.9 (1.1)
Yüksek	ÜFE, Kas.	% aylık	3 Ara., 17:00	0.2 (0.9)
Orta	Sanayi Üretimi, Ekim	% yıllık	5 Ara., 10:00	-9.0
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Kas.	%	5 Ara., 19:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Kas.	-	1 Ara., 11:00	36.2
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Kas.	-	1 Ara., 17:00	38.4
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Kas.	-	3 Ara., 11:00	43.3
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Kas.	bin	3 Ara., 15:15	-207.0
Orta	ABD	İşgücü Maliyeti, 3Q	% çeyreklik	3 Ara., 15:30	3.6
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Kas.	-	3 Ara., 17:00	43.0
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYH (revizyon), 3Ç	% çeyreklik	4 Ara., 12:00	-0.2
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı, Ara.	baz puan	4 Ara., 14:00	-50
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı, Ara.	baz puan	4 Ara., 14:45	-50
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Kas.	bin	5 Ara., 15:30	-300.0
Orta	ABD	İşsizlik Oranı, Kas.	%	5 Ara., 15:30	6.7

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	853.7	992.4	1,102.8	1,203.6
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	763.4	730.3	830.1
GSYİH büyümesi	4.6	2.5	1.5	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	12.5	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	11.0	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-74.4	-57.3	-61.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.3	141.5	155.7
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	206.7	198.8	217.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.7	-46.0	-28.4	-30.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.0	-3.9	-3.7

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	28 Kasım	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.5655	1.6000	1.5500	1.5000	1.5000	1.6000	1.5000
EUR/YTL	2.0215	2.0000	1.9400	1.8900	1.8900	2.0000	1.8900
Döviz Sepeti	3.5870	3.6000	3.4900	3.3900	3.3900	3.6000	3.3900
EUR/USD	1.2913	1.2500	1.2500	1.2600	1.2600	1.2500	1.2600
O/N	16.25%	15.75%	15.00%	14.50%	14.50%	15.75%	14.50%
Gösterge Tahvil	20.10%	19.30%	18.00%	17.10%	17.10%	19.30%	17.10%

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: +90 212 274 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 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.