

Makroskop

21 - 27 Nisan 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

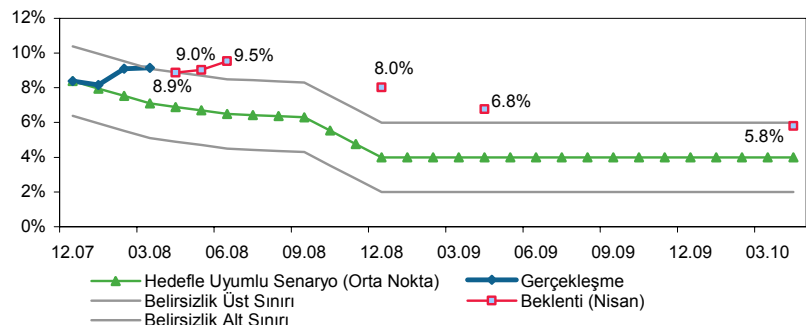
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Ya Yardan, Ya Serden...

Yıla girerken olumsuzluğu malum olan küresel ekonomik görünüm dışında en büyük endişemiz, yurtiçinde enflasyon ve büyüme görünümünün aynı anda bozulmasının getirebileceği problemlerdi. Önceki iki yılda enflasyon hedeflerinin tutturulamaması ile oluşan kredibilite kaybını da dikkate aldığımızda, bu durumun Merkez Bankası'nın elini kolunu bağlayacağını ve faturanın nihai olarak büyüme üzerinden ödeneceğini düşünüyorduk. Gelişmelerin ne yazık ki, bizi beklediğimizden de kötü bir noktaya getirdiğini izledik. Genel enflasyon Eylül'den beri sürekli olarak yükselirken, temel eğilimi daha iyi yansıtan çekirdek göstergelerin de önce düşüş hızının kesildiğini sonra da yönünü yukarı çevirdiğini takip ettik. Bu sırada da, ne enerji ne de gıda fiyatlarındaki düşüş beklentisi gerçekleşmezken, artışların kalıcılığını gösterecek şekilde işlenmiş gıda fiyatlarına yansımanın tehlikeli boyutlara vardığını gördük. Üstelik, döviz kurlarından fiyatlara geçişin yüksek olduğu bir ülkede eşit ağırlıklı dolar ve euro'dan oluşan kur sepeti bazında % 20'ye yaklaşan bir kur şoku yaşadık. Mayıs 2006 türbülansında da kur şoku 3.5 ayda tepe noktasına ulaşmış, o noktada % 32.5 civarında olan değer kaybının bir kısmı takip eden bir-iki ay içinde geri alınmış ve % 15 civarında kalıcı bir değer kaybı düzeyine oturulmuştu. O dönemde Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar, döviz kurundaki değişimlerin enflasyon üzerindeki etkisini 5 aylık bir süre içinde % 20 civarında gösteriyordu. Gecikmeli etkiler de dikkate alındığında 2006 yılı enflasyonuna katkısı 3.5 puan olarak hesaplanmaktaydı. Dolayısı ile, bu yılki kur şoku aniden değil zamana yayılarak gerçekleştiğinden, henüz sonuna gelinmemiş gibi gözüktüğünden ve kısa sürede kayıplar geri alınamayacak gibi durduğundan Merkez Bankası'nı çok daha fazla zorlamasını beklemekteyiz. **TCMB'nin kısa vadede enflasyon görünümünü düzeltebilmesini mümkün görmediğimizden acil bir şekilde beklenti yönetimine ağırlık vermesi gerektiğini düşünüyoruz. Bunun için ilk adımın da Para Politikası Kurulu'nda atıldığını görüyoruz.**

Yılsonu Hedefleriyle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Beklentileri



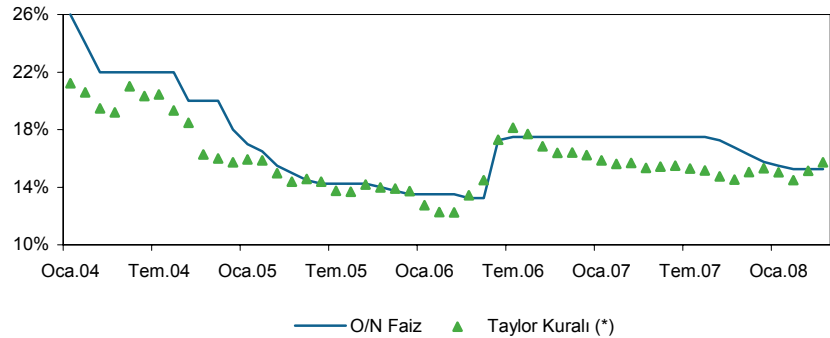
Not: Son Beklenti Anketi'ndeki Nisan-Mayıs-Haziran TÜFE beklentileri ile yılsonu, gelecek 12 ve 24 ay TÜFE beklentileri kullanılarak çizilmiştir.

Kaynak: TÜİK, TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkez Bankası beklendiği gibi faizleri değiştirmezken, yine beklentimiz paralelinde daha temkinli bir duruşa geçtiğinin sinyalini vermiştir. Talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini destekler nitelikte olduğu değerlendirilmesi korunurken, enflasyon beklentilerindeki bozulmanın fiyatlamaya davranışlarına yansımaları riskine karşı **Banka, olumsuz gelişmelere daha hassas olacağını ve gerektiğinde faiz artırımını yapabileceğini** belirtmiştir. Bu doğrultuda da, önümüzdeki dönemde beklentiler ve beklentilerde etkili olacak kur gelişmeleri ve gıda ile enerji fiyatlarının seyri faizler açısından belirleyici olacaktır. Merkez Bankası gerektiğinde ölçülü bir faiz artırımına gidilebileceği sinyalini vermesi, yani daha sıkı bir parasal duruşa geçmesi, zaten son dönemde gösterge tahvil faizindeki yükselişten de anlaşılacağı üzere piyasada fiyatlanmaktaydı. Biz önümüzdeki dönemde **Merkez Bankası'nın 2008/2009 enflasyon hedeflerini değiştirebileceğini düşünmüyoruz ve bu doğrultuda henüz bu yıl için faiz değişikliği beklemiyoruz. Ancak bu aysonunda yayınlanacak Enflasyon Raporu'na kadar bu düşüncemiz gerçekleşmezse, faiz artırım ihtimali güçlenecektir.**

Hafta içinde yayınlanan aylık Glokal Stratejist Raporu'nda da değindiğimiz gibi, kurlardaki yükselişin belirginlik kazanması, enflasyonda çekirdek göstergelerin bozulması ve bunların sonucunda da enflasyon beklentilerinde yaşanan belirgin yükseliş yurtiçine yönelik tedirginliği artırmada etkili olmuş ve beklentileri kontrolden çıkma noktasına getirmiştir. **Aslında, gerek beklentilerdeki belirgin bozulma (politika reel faizini düşürüyor) ve bunun devam etme ihtimali, gerekse politika faizi tahminlerinde faydalandığımız Taylor Kuralı bazı modelimizin sonuçları, bir faiz artırım ihtiyacına işaret etmektedir.** Bilindiği gibi bu kural, merkez bankalarının belirlediği kısa vadeli faizleri, beklentilerin enflasyondan sapması ve üretim açığı ile ilişkilendirilmektedir. Bu kurala göre Nisan ayında olması gereken politika faiz oranını hesapladığımızda, % 15.75 seviyesinde bir faize ulaştığımız ki bu da 50 baz puanlık bir faiz artırımına işaret etmekteydi.

Taylor Kuralı İle Merkez Bankası Politika Faizi Tahmini

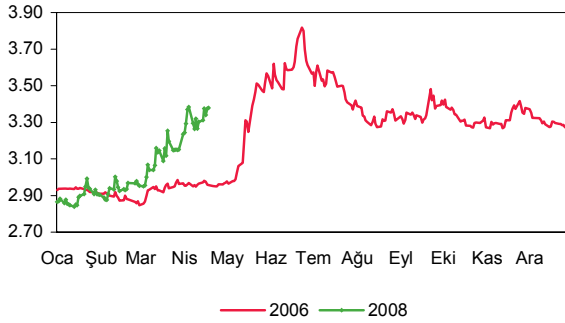


(*) Taylor Kuralı ile çıktı açığı ve enflasyon beklentilerinin hedeften sapması kullanılarak hesaplanan politika faizi
Kaynak: TCMB, Fortis Araştırma

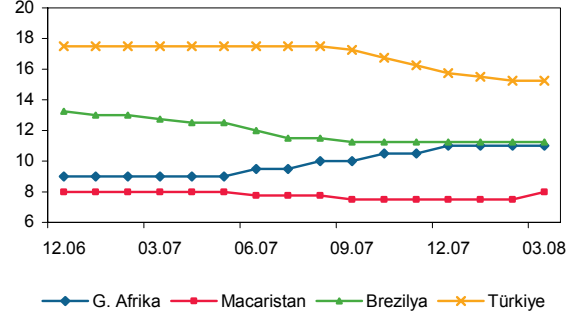
Ancak, eğer yakın dönem gelişmeleri enflasyon görünümü açısından en kötünün geride kaldığı ve daha fazla bozulma olmayacağı gibi bir senaryoyu desteklerse, acil bir politika tepkisi gereksiz hale gelecektir. Bu durumda en makul tepki, bu yıl boyunca faizlerin sabit tutulduğu bir perspektifte, 2008 enflasyon hedefinin % 6 seviyelerine, 2009 hedefinin de % 5 seviyelerine yükseltilmesi olacaktır. Bu önerimizin yeni olmadığını, yaklaşık 1 ay önce "Hedef Olmaktansa, Hedefi Değiştirmek" başlıklı raporda gündeme getirdiğimizi de belirtelim. Bu yapıldığı takdirde, enflasyon beklentileri de olumsuz etkilenmezse, Merkez Bankası'nın kredibilite açığı azalacak ve faizleri bahsettiğimiz şekilde yükseltme gereği ortadan kalkacaktır. Ancak, TCMB'nin hükümet ile birlikte vermesi gereken bu kararın gündemde olduğuna dair bir duyum veya sinyal bulunmamaktadır. PPK metninde de bu yönde bir ifade görülmemektedir. Yine de emin olmak için 30 Nisan'da yayınlanacak Enflasyon Raporu, Açık Mektup ve PPK özetlerini beklemek gereklidir. Enflasyon Raporu'nda 2008 ve 2009 sonu için % 5.5 ve % 3.7 olarak belirlenen enflasyon tahminlerinin (orta nokta) belirgin olarak yukarı çekileceği kesindir.

Ancak daha önemli olan nasıl bir faiz patikası tarif edileceğidir. Eğer enflasyon hedeflerinde bir revizyon yapılmamışsa faiz patikasının ölçülü bir artırım içermesi kaçınılmaz olacaktır.

Döviz Kurunun Seyri (1 dolar + 1 euro)



Merkez Bankalarının Politika Faiz Oranları (%)



Mevcut görünümde (kur ve enflasyon beklentisi) önemli bir değişiklik olmadığı varsayımı altında, 30 Nisan'da karşımıza çıkabilecek olası senaryoları ve bunlara verdiğimiz olasılıkları aşağıda vererek bitirmenin faydalı olacağını düşünüyoruz;

- 1) Enflasyon hedefleri revize olmaz, ölçülü bir faiz artırımını senaryoya girer.**
- Enflasyon hedefi iddialı kalacağından yıl sonuna kadar 150-200 baz puan artırım beklentisi oluşur. (% 40)
- 2) Enflasyon hedefleri revize olur, faizlerin uzun süre sabit tutulması senaryoya girer.** - Acil artırım gereğini kaldırır ama verilere hassas olunacağından yıl sonuna kadar 50-75 baz puan artırım beklentisi oluşur. (% 45)
- 3) Enflasyon hedefleri revize olur, ölçülü bir faiz artırımını senaryoya girer.**
- Daha az iddialı hedefler tepkiyi sınırlandırır ancak 100 baz puan artırım beklentisi oluşur. (% 15)

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Salı günü açıklanacak Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde enflasyon beklentilerinde bozulmanın devam edip etmeyeceği, para politikası gelişmeleri açısından kritik önemi nedeniyle, bu haftanın en önemli açıklamalarından biri olacak. Ayrıca Reel Kesim Güven Endeksi de ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın ne ölçüde devam edeceğini takip etmemiz açısından ilk öncü göstergeler arasında yer alıyor. 23 Nisan günü ise resmi tatil nedeniyle piyasalar kapalı olacak.
- Nispeten hafif geçecek olan yurtdışı veri gündeminde, Çarşamba günü saat 11:00'de Avrupa Bölgesi için açıklanacak olan geçici hizmet ve imalat sanayi PMI endeksleri de önemli olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Zayıf	Mer. Yön. Borç Stoku, Mart	Mn YTL	21 Nis., 17:30	-	-
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Nis.II	-	22 Nis.	-	-
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Nis.	-	24 Nis., 17:00	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Mart	mln	22 Nis., 17:00	4.96
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Nis.	-	24 Nis., 11:00	104.4
Orta	ABD	Day. Tük. Mal. Sip. (Ulaş. har.), Mart	% aylık	24 Nis., 15:30	0.1 & -0.1
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Mart	mln	24 Nis., 17:00	0.6

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	727.5	794.6	842.3
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	10.0	6.5	3.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	8.5	6.2	4.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-68.0	-66.7	-65.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	121.9	138.1	155.8
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	189.9	204.8	221.2
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.4	-42.9	-40.1	-37.5
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7%	-5.9%	-5.0%	-4.4%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	18 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.3230	1.3500	1.3700	1.3500	1.3300	1.3300	1.3400
EUR/YTL	2.1085	2.1060	2.1100	2.0400	1.9440	2.0000	1.8800
Döviz Sepeti	3.4315	3.4560	3.4800	3.3900	3.2740	3.3300	3.2200
EUR/USD	1.5937	1.5600	1.5401	1.5111	1.4617	1.5038	1.4030
O/N	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	13.75%
Gösterge Tahvil	18.89%	18.50%	18.50%	18.00%	16.20%	17.50%	14.75%

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 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 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.