

# Makroskop

23 - 29 Haziran 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

### Kimine Sinyal Yeter, Yetmeyen Faizi Çeker...

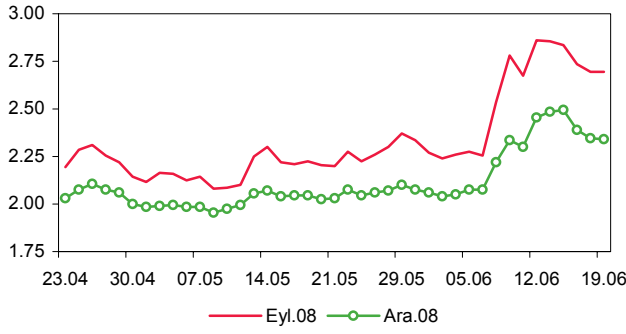
Geride bıraktığımız haftada üç gelişmiş ülke merkez bankasının (FED, ECB ve BOE) beklentilere müdahale ederek yükselen faiz artırım beklentilerine set çekmeye çalışması çok çarpıcıydı. Bunlara TCMB'nin de faiz artırımlarının sonuna yaklaşıldığı sinyali vererek katılmaya çalıştığını da gözledik. Bu gelişmelerin, emtia fiyatlarının sürüklediği enflasyonist ortamın getirdiği agresif faiz artırımları endişelerini azaltmada kısmen yararlı olduğunu ve tahvil piyasaları ve borsalara rahatlatma imkanı verdiğini izledik. Ancak, bu söylemlerin bir taahhüt olmadığını, belirli şartların oluşmasına bağlı olduğunu (petrol fiyatlarının daha fazla yükselmemesi ve çekirdek enflasyonun iyi huylu eğilimini sürdürmesi) ve faizlerin gelecekteki seyrine ilişkin belirsizliği gidermede çok etkili olmayacağını düşünmeye devam ediyoruz.

Bu çerçevede ilk adımı ECB'nin attığını, icra kurulu üyelerinin Trichet'nin açıklamaları sonrası ortaya çıkan faiz artırım beklentilerini, sadece bir artışla (Temmuz'da 25 baz puan) sınırlamaya çalıştıkları izlendi. FED ise doğrudan konuşmadı ama Wall Street Journal ve FT gibi önemli gazetelere isim vermeden konuşan yetkililer Ağustos ayı için oluşan faiz artırım beklentisini kırmaya yöneldi. Bir ölçüde başarılı da oldular; kısa süre önce vadeli işlemlerde Ağustos artırımına verilen olasılık % 90 iken bugünlerde % 50 civarına geriledi. İngiltere Merkez Bankası da, enflasyonun Mayıs'ta % 3.3'e yükselmesiyle (hedef % 2) hükümete mektup yazmak zorunda kalmasına rağmen enflasyonu 12 ay içinde hedefe çekmeye çalışmaları durumunda bunun üretim ve istihdamda arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açacağını vurgulayarak, piyasadaki faiz artırım beklentilerini boşa çıkardı.

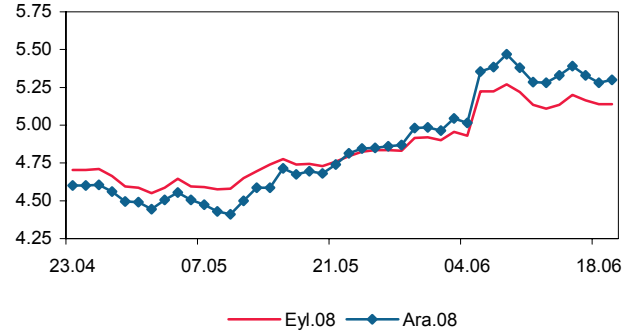
Ancak kısa vadede beklentiler bir ölçüde kırılrsa da, yıl sonuna ve 2009 yılına ilişkin vadeli işlemler gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artırım sürecinde olacakları beklentisine işaret etmeye devam ediyor. Son durum itibarı ile, federal fonlara uygulanan faizin bu yılı % 2.75 gelecek yılı ise % 3.60 seviyesinde kapatması beklenmekte. Buna karşılık, 3 ay vadeli EURIBOR vadeli kontratlarından izlendiği kadarı ile ECB'den Eylül'e kadar 25 baz puanlık bir faiz artırımı ve sonrasında yıl sonuna kadar 25 baz puan daha artırım bekleniyor. 2009'da ise artırımların devam etmesi beklenmezken, yılın son çeyreğinde 25 baz puanlık bir indirim fiyatlanıyor.

Dolayısı ile, faiz farkı dengesinin ABD Doları lehine bir yönelim sergilediğini söyleyebiliriz. Ancak, bunun daha bariz hissedilmesi için uzun vadeli tahvil getirilerinde de benzer bir görünümün izlenmesi gerekli olacaktır. Ayrıca, para politikaları bir dönüm sürecinde olduğundan ve ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler devam ettiğinden, gelecek dönem faiz beklentilerine ilişkin çizilen tablonun hızlı değişme ihtimali de gözardı edilmemelidir.

Vadeli işlemlerde FED faiz oranı beklentisi (\*)



Vadeli işlemlerde Euro Bölgesi 3 aylık faiz oranı beklentisi (\*\*)



(\*) Şikago Opsiyon Borsasında geçen işlemlerden hesaplanmıştır. (\*\*) Liffe vadeli işlemler borsasında geçen işlemlerden hesaplanan 3 ay vadeli euribor faiz beklentileri  
Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Diğer taraftan, **Merkez Bankalarının faiz artırımını gündeme getirmedeki amaçlarının, bu aşamada, talep koşullarını etkilemekten çok enflasyon beklentilerinin daha fazla kötüleşmesini engellemek olduğuna dikkat edilmelidir. Çekirdek enflasyonu kontrol altında tutmayı başarmış bankaların sinyal nitelikli artırımlarla yetinmeleri en doğal haklarıdır. Ama maalesef, Türkiye’de aynı durumun geçerli olduğunu söyleyememekteyiz.** Enflasyon senaryoları ortadayken, yukarı yönlü riskler olanca ağırlıklarıyla devam ederken ve enflasyon beklentilerinde kötüleşme eğilimi sürerken, en büyük risk, faiz artırımlarına prematüre bir şekilde son vermek olacaktır.

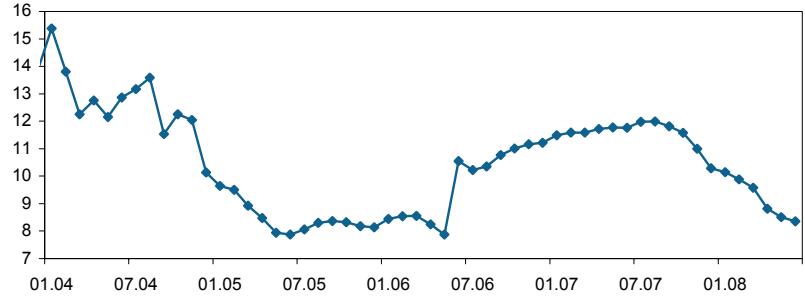
Henüz net bir durma sinyali verilmemişken bu riske dikkat çekmemizi de açıklamamız gerekmektedir. Merkez Bankası’nın son dönemdeki tepkisi, enflasyon hedeflerini yukarı revize etme (önceki % 4.0’ten 2009 yılı için % 7.5, 2010 yılı için % 6.5 ve 2011 yılı için % 5.5’e) ve faizleri son iki ay içerisinde 100 baz puan artırma şeklinde olmuştur. Ancak, hedeflerde yapılan bu düzenlemelerin daha gevşek bir para politikası uygulanacağı sinyalleri vermesi piyasa oyuncularının Banka’nın enflasyonu düşük tek basamaklı rakamlara indirme amacına ne kadar bağlı kalacağı konusunda şüphelerinin oluşmasına yol açmıştır. En son yapılan PPK toplantısında da, Banka işlenmemiş gıda fiyatlarındaki iyileşmeye vurgu yaparken, enerji fiyatlarındaki sert yükselişin ikincil etkileri konusunda halen iyimser bir bakış açısının yansıdığı söylenebilir.

**Ayrıca, Banka ilk kez faiz artırım sinyali verdiği Enflasyon Raporu’ndan beri, enflasyon gelişmeleri ve bu seyri belirleyecek değişkenler (petrol ve gıda fiyatları) kötümser senaryoya yakın seyretmesine rağmen, artırımların bir süreç gibi algılanmaması için özel bir çaba göstermektedir.** Kötümser senaryo kısa vadeli faizler açısından yıl sonuna kadar kademeli artırımını dikte ettiği halde, her toplantıda durma/devam etme kararının alınabileceği mesajının verilmesinin, beklentileri istenen yöne çekmede katkı yapmaktan çok, kafa karışıklığını artırabileceğini düşünüyoruz.

**Hal böyleyken, son toplantı metninde yapılan bir ifade değişikliği yukarıda bahsettiğimiz risk anlamında alarm verici olmuştur.** Mayıs ayı metninde, faizlere ilişkin sinyal cümlesi “*gerektiği takdirde önümüzdeki dönemde de ölçülü faiz artışı Kurul’un gündeminde olacaktır*” şeklinde kullanılırken, son toplantıda bu cümle “*gerektiğinde ölçülü bir faiz artışına gidebilecektir*” şeklinde değiştirilmiştir. Bunun, daha iyi bir Türkçe anlatım için basit bir değişiklik mi, yoksa durmaya yakın olduğuna dair bir sinyal mi olduğu önemli olacaktır.

Bu riske rağmen, beklentilerdeki sert bozulma, enflasyon görünümü, getiri eğrisinin pozitif eğimi ve dışsal koşulların bozulmaya devam ettiğini dikkate alarak, PPK’nın ‘ölçülü’ yaklaşımının piyasayı enflasyonla mücadele konusunda ikna etmeme riskinin devam ettiğini düşünüyoruz. **Bu nedenle, konsensüs üzeri olan, bundan sonraki 3 toplantıda toplam 125 baz puan faiz artışı beklentimizi, korumaya devam ediyoruz.**

TCMB Gecelik Kotasyon Reel Faizi



Kaynak: Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

İleriye dönük baktığımızda faizlerin, enflasyondaki görünümüne, petrol ve gıda fiyatlarındaki artış hızına ve Merkez Bankası'nın parasal duruşuna çok hassas olmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Getiri eğrisindeki yukarı yönlü eğimi değiştirebilmek için Banka'nın şu anki tutumundan daha sıkı bir duruşa geçmesi de gerekebilecektir. **Faiz artırımı sürecine beklenenden önce son verilmesi durumu ise bono piyasası için en kötü senaryoyu oluşturmaktadır. Bu karar ikna edici olmazsa, bir süre sonra kısa vadeli faizler yeniden yükseltmek zorunda kalınabilecektir.**

Kısacası, dünya üzerinde para politikalarının duruşları büyüme üzerindeki risklerin azalması ve enflasyon risklerinin artışa geçmesi nedeniyle hızlı bir değişim içindedir. İlk aşamada, çekirdek enflasyonlarını kontrol altında tutmayı başarmış bankalar enflasyon beklentilerinin daha fazla kötüleşmesini engellemek amaçlı sinyal nitelikli artırımlar ve/veya duruş değişiklikleriyle durumu kontrol altına almaya çalışmaktadır. Türkiye'de ise, kredibilite açığı bu düzeydeyken, benzer bir stratejinin izlenmesi bizce büyük bir risktir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde Perşembe günü yayınlanacak 16 Haziran PPK toplantısına ait özetlerde, Banka'nın parasal duruşuna ilişkin elde edilecek ipuçları önemli olacak. Ayrıca, reel kesim güven endeksinin ekonomik aktivitedeki zayıflama eğiliminin sürüp sürmediğine dair vereceği sinyaller takip edilecek.
- Yurtdışı gündemde ise gözler Fed'in Çarşamba günü açıklayacağı faiz kararında olacak. Piyasa beklentileri, Nisan ayındaki FOMC toplantısında yapılan 25 baz puanlık indirim sonrasında Banka'nın faizleri değiştirmeyeceği yönünde. Diğer taraftan, ABD'de konut verileri, birinci çeyrek büyüme ve çekirdek PCE gibi kritik veriler de piyasanın seyrinde etkili olabilir. Ayrıca, Almanya'da ekonominin gidişatı açısından önemli gösterge olarak kabul edilen Ifo endeksi ile Avrupa Bölgesi için açıklanacak olan geçici hizmet ve imalat sanayi PMI endeksleri de bu hafta izlenecek diğer önemli veriler.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	Reel Kesim Güv. Endek., Haz.	-	24 Haz., 17:00	-	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Almanya	Ifo İş Ortamı Endeksi, Haz.	-	23 Haz., 11:00	102.3
Yüksek	Euro Bölgesi	Geçici Hizmet Sekt. PMI End., Haz.	-	23 Haz., 11:00	50.4
Yüksek	Euro Bölgesi	Geçici İmalat Sekt. PMI End., Haz.	-	23 Haz., 11:00	50.4
Yüksek	ABD	C. Schiller Konut Fiyat End., Nis.	% aylık	24 Haz., 16:00	-2.0
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	24 Haz., 17:00	57.0
Orta	ABD Day.	Tük. Mal. Sip.(Ulaş. har.), May.	% aylık	25 Haz., 15:30	0.0
Orta	ABD	Yeni Konut Satışları, May.	mln	25 Haz., 17:00	0.51
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	%	25 Haz., 21:15	2.0
Yüksek	ABD	Büyüme ( rev.), 1Ç	% çeyrekssel	26 Haz., 15:30	1.0
Orta	ABD	İkinci El Konut Satışları, May.	mln	26 Haz., 17:00	4.88
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, May.	% aylık	27 Haz., 15:30	0.2
Orta	ABD	Michi. Tüket. Güv. End. (rev.), Haz.	-	27 Haz., 16:55	57.5

## 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	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	11.0	8.2	7.3
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-72.8	-83.6	-91.5
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	136.4	152.6	170.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	209.2	236.2	257.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.6	-44.0	-48.3	-49.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.8	-5.9	-5.6

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	20 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2240	1.2500	1.2700	1.2950	1.3054	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.8981	1.9440	1.9560	1.9425	1.8800	1.9430	1.8400
Döviz Sepeti	3.1221	3.1940	3.2260	3.2375	3.1854	3.2380	3.1500
EUR/USD	1.5508	1.5552	1.5402	1.5000	1.4402	1.5004	1.4046
O/N	16.25%	16.75%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	16.75%
Gösterge Tahvil	21.89%	21.50%	21.00%	20.00%	19.50%	20.00%	19.50%

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.