

## Makroskop

9 - 15 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

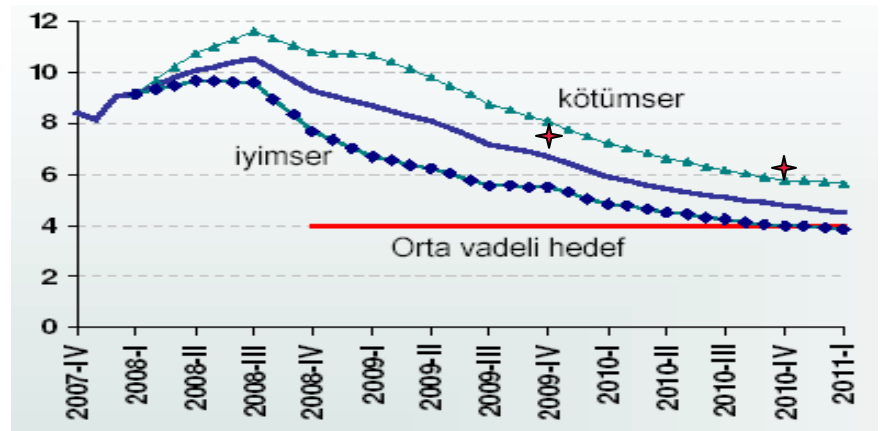
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Canavara Şefkatli Yaklaşım...

Baştan belirtelim, kaçınılmaz hale gelen enflasyon hedefleri resmi revizyonunun yılın son çeyreğine kadar beklenmeden yapılmasını olumlu buluyoruz. Ancak ne yazık ki, olumlu bulduğumuz gelişmeler bununla sınırlı kalmakta. Öncelikle, daha kısa süre önce çıpa olarak kullanılması önerilen TCMB tahminlerine (2009 yılı % 6.7, 2010 yılı % 4.9 ve 2011 yılının ortalarında % 4) karşılık hükümet tarafından da kabul edilen yeni enflasyon hedeflerinin aynı sıra ile % 7.5, % 6.5 ve % 5.5 olarak daha yüksek belirlenmesini, kredibilite açısından yeni bir problem olarak görüyoruz. Ayrıca, % 4 olarak korunacağı belirtilen **orta vadeli enflasyon hedefinden bu kadar uzun süre ve bu kadar uzakta kalınmasını fiyat istikrarı ve enflasyonla mücadele açısından verilmiş olumsuz bir mesaj olarak** algılıyoruz. Merkez Bankası da hükümete yazdığı mektupta, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların kalıcılığını gerekçe göstererek, orta vadeli hedefe doğru daha yavaş ve kademeli olarak ilerleme sağlayacak yeni bir hedef patikası öngördüğünü belirtmektedir. **Yavaş dezenflasyon tercihinin arkasında, Nisan ayı PPK özetlerinde vurgulandığı gibi, "iktisadi faaliyette ve görelî fiyatlarda arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açmamak"** kaygısı yatmakta olabilir ki, Bankanın enflasyon-büyüme ikilemine girdiği ve fiyat istikrarından yana net bir tercih yapmadığı gibi en ufak bir düşüncenin akla getirilmesinin bile önemli maliyetleri olacaktır.

Merkez Bankası'nın Enflasyon Tahminleri, Alternatif Senaryolar ve Yeni Enflasyon Hedefleri



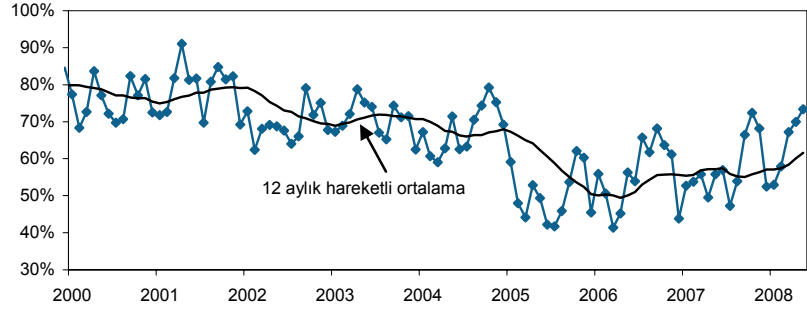
Not: Kırmızı yıldızlar Merkez Bankası'nın hükümete önerdiği ve kabul edilen yeni 2009 ve 2010 enflasyon hedeflerini (% 7.5 ve % 6.5) yansıtmaktadır. 2011 hedefi ise % 5.5 olarak belirlenmiştir.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Önümüzdeki üç yılın yeni nokta enflasyon hedefleri, TCMB'nin alternatif senaryolar altındaki enflasyon tahminleri ile bir araya konulduğunda, **hedeflerin baz senaryodan çok kötümser senaryoya yakın olarak belirlendiği** de saptanmaktadır. Hatırlanacağı gibi, kötümser senaryoda gıda fiyat enflasyonunun

2008, 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla % 17, 11 ve 10 olarak gerçekleşeceği ve petrol fiyatlarının 2009 yılının sonunda 150 ABD dolarına çıkacağı varsayılmaktaydı. Bu senaryoya göre **kısa vadeli faizlerin 2008 yılının sonuna kadar kademeli olarak artırıldığı** varsayımı altında enflasyonun % 4 düzeyine ulaşması dört yıl sürmektedir. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın, gıda ve enerji fiyatları veya küresel koşullar beklenenden daha olumlu seyrederse, enflasyonun yeni hedeflerin altında kalmasına izin vereceğini, daha olumsuz gerçekleşmesi halinde ise yenilenmiş hedeflerden sapmanın mümkün olan en düşük düzeyde kalmasını sağlayacak politikalar uygulayacağını (asimetrik yaklaşım) belirtmesi, **politika faizlerinin olası seyrini de kötümser senaryoya yaklaştırmıştır.**

TÜFE Dağılım Endeksi (\*)



(\*) İncelenen ayda fiyatı artış gösteren madde sayısının toplam madde sayısına oranı.

Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Her ne kadar enflasyonda yükseliş bekliyor olsak da, Mayıs ayı enflasyon gerçekleştirmeleri ve verilerin detaylarında gözlenen eğilimlerin de çizdiğimiz tabloyu daha kötüleştirdiğini de belirtmeliyiz. Mayıs ayında TÜFE % 1.49 artışla yıllık enflasyonu Nisan 2007'den beri en yüksek seviye olan % 10.74'e çıkarırken, çekirdek endeksler ve hizmet fiyatlarındaki görünüm ile fiyat artışlarının ne derece genele yayıldığına gösteren TÜFE Dağılım Endeksi'nin ulaştığı nokta, enflasyon baskısının artarak devam ettiğini göstermekte ve enflasyona ilişkin görünümü bir kademe daha olumsuz bir noktaya getirmektedir. 2005 yılı sonlarında hesaplamaya başladığımız **Dağılım Endeksi son aylardaki tırmanışıyla % 73'e ulaşarak (fiyatı artan maddelerin toplam içindeki oranı) Kasım 2004'den beri en yüksek seviyesine çıkmıştır. Daha kötüsü, deflasyon için ümit verici bir gelişme olan 2005 yılında genele yaygınlıkta görülen kırılma, kalıcı olamamıştır.** Mayıs ayı rakamlarında, döviz kurlarındaki artışın gecikmeli yansımaları ile çekirdek fiyat göstergelerindeki bozulma ve gıda-enerji fiyatlarındaki artışın ikincil etkilerinin görülmeye devam etmesi de dikkat çekicidir. Genel enflasyonun yüksekliği nedeniyle enflasyon beklentilerindeki bozulmanın devam edeceği, bu nedenle de fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemeyi sürdüreceği, gittikçe daha belirgin hale gelmektedir ve bu doğrultuda Merkez Bankası'nın işinin ciddi boyutta zorlaştığını düşünmekteyiz.

Enflasyon sonrasında finansal kuruluşlar arasında CNBC-e tarafından yapılan anketin sonuçları, 2008 yıl sonu ortalama beklentisinin % 10.5'e, gelecek 12 aylık enflasyon beklentisinin ise % 8.1'ye yükseldiğini yansıtmıştır. Buna karşılık, gecelik faiz ortalama beklentisi bu ayın artışı dahil olmak üzere 100-125 baz puan aralığında bir faiz artışına işaret etmeye devam etmektedir. Yeni hedefler ve TCMB'nin daha da temkinli asimetrik duruşu altında bu beklentiyi iyimser bulmaktayız. Biz ise, petrol fiyatlarının mevcut seviyelerinde tutunması gıda fiyatlarının Merkez Bankası'nın olumsuz senaryosuna yaklaşan mevcut seviyelerini yılsonuna kadar koruması varsayımı altında, **yılsonu TÜFE tahminimizi, % 9.5'ten % 11'e çıkartmıştık.** Bu doğrultuda, yılsonuna kadar yapılacak **faiz artırım tahminimizi de 50 baz puan artırarak 175 baz puan seviyesine (Haziran-Temmuz-Ağustos 50 baz puan, Eylül 25 baz puan) yükseltmiştik.**

Sonuç olarak, enflasyon hedefi revizyonunun gecikmeden yapılmasını olumlu bulsak da, hedeflerin kısa süre önce yenilenecek tahminlerin üzerinde belirlenmesini kredibilite sarsıcı, orta vadeli enflasyon hedefinden bu kadar uzun süre ve bu kadar uzakta kalınmasının öngörülmesini ise fiyat istikrarı ve enflasyonla mücadele açısından verilmiş olumsuz bir mesaj olarak görüyoruz. Bankanın enflasyondaki kötümser senaryosunu baz senaryosu yapma hamlesinin kısa vadeli faizler ve bono faizlerindeki yansımalarını da görmeye devam edeceğiz.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta açıklanacak Merkez Bankası Beklenti Anketi'nin önemi enflasyon hedeflerinde yapılan revizyon sonrasında daha da artmış görünüyor. Ayrıca, Lüksembourg'da 17 Haziran'da yapılması planlanan Hükümetlerarası Konferans'ta Türkiye-AB müzakerelerinde Fikri Mülkiyet ve Şirketler Hukuku'na ilişkin iki yeni başlığın açılması konusunun bu hafta içinde yapılacak olan AB Daimi Temsilciler Komitesi toplantısında kesinleştirilmesi bekleniyor.
- ABD'de ise başta perakende satışlar ile TÜFE olmak üzere, konut verileri ve tüketici güveni piyasaların seyrinde etkili olabilir. Ayrıca Cuma günü Japonya Merkez Bankası'nın faiz kararı izlenecek. Değişiklik beklenmiyor.
- Hazine Çarşamba günü 3,949 milyon YTL iç borç ödemesinden önce Salı günü 13.01.2010 vadeli gösterge tahvil ve 3.04.2013 vadeli YTL cinsi değişken kuponlu tahvil ihraç edecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	Sanayi Üretimi, Nis.	% yıllık	9 Haz., 10:00	5.5	5.0
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, May.	Mlr YTL	9 Haz.	11.0	-
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Haz.I	-	9 Haz.	-	-
Yüksek	Cari Açık, Nis.	US\$ mln	9 - 13 Haz., 17:00	4,900	4,868
Zayıf	Kapasite Kullanımı, May.	%	10 Haz., 10:00	-	82.6
Orta	CNBC-e Tüketim End., May.	-	10 Haz., 9:00	-	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Nis.	% aylık	9 Haz., 17:00	0.0
Zayıf	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Nis.	US\$ mlr	10 Haz., 15:30	-60.0
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, May.	%	12 Haz., 15:30	0.5 & 2.0
Yüksek	ABD	Perak. Satış., Toplam & Oto. Hariç, May.	% aylık	12 Haz., 15:30	0.4 & 0.5
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, May.	% aylık	13 Haz., 15:30	0.2 & 0.5
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	13 Haz., 16:55	59.0
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, Haz.	%	13 Haz.	0.5

## 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

	6 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2240	1.2400	1.2600	1.2900	1.3050	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.8864	1.9350	1.9530	1.9480	1.8930	1.9430	1.8350
Döviz Sepeti	3.1104	3.1750	3.2130	3.2380	3.1980	3.2380	3.1450
EUR/USD	1.5412	1.5610	1.5500	1.5100	1.4510	1.5000	1.4000
O/N	15.75%	16.25%	17.25%	17.50%	17.50%	17.50%	16.75%
Gösterge Tahvil	20.54%	20.00%	20.00%	19.40%	19.20%	19.20%	19.20%

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.