

Makroskop

2 - 8 Kasım 2009

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

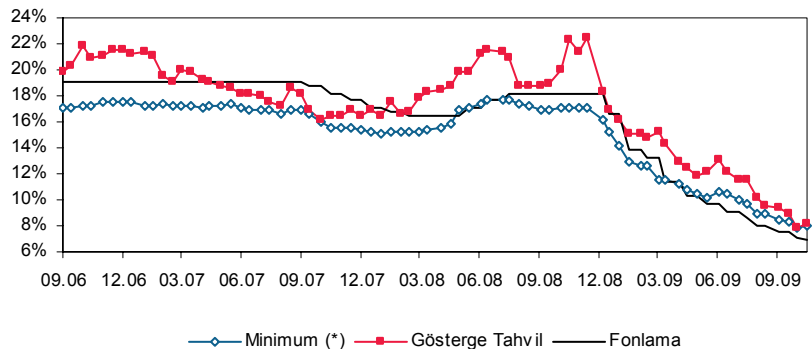
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Kissadan Hisse, Hayırlara Tahvil Etse...

Eylül ayı enflasyonunun beklenenden iyi gelmesiyle Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine devam edeceği beklentisi güçlenmiş ve 6 Ekim Salı günü gösterge tahvil faizi gün içinde % 7.59 seviyesi ile tarihi en düşük noktasını görmüştü. Çok değil bir yıl önce hayal bile edilemeyecek bu oranların görülmesinde yılbaşıdan bu yana kredi hacmi büyümeyen bankacılık sisteminin menkul kıymetler portföyünü 55 milyar TL artırması esas etken olarak görünüyordu. Dolayısı ile, bu seviyelerin görülmesinden sonra yayınladığımız aylık Global Stratejist raporunda belirttiğimiz gibi, **bono faizlerinin geleceği iyice bankacılık sektörü dinamiklerine bağlı hale gelirken, bankalar açısından da en önemli gösterge Merkez Bankası'nın fonlama oranları olmaktadır**. Elbette, bu fonlamanın farklı kanallardan istikrarlı bir şekilde sağlanması ve vadesinin olabildiğince uzun olması da diğer önemli unsurlar olarak eklenebilirdi. Söz konusu raporda, TCMB'nin mevcuda göre daha gevşek bir para politikası senaryosuna geçmeden inebileceği en düşük seviyeyi de hesaplamıştık. Buna göre, gecelik faizlerin Ekim ayı dahil toplam 100 baz puan daha indirildikten sonra, 2010 yılı boyunca sabit kaldığı bir senaryoda bile 2 yıllık fonlama maliyeti, yıllık bazda % 7.3'ü bulmaktaydı. Bu ise, 6 Ekim'de görülen dip seviyeye oldukça yakındı. Ayrıca, faiz indirimlerinin sonuna yaklaşıldığı gibi bir sinyal gelirse bono faizlerinin ilk planda hangi seviyeye oturabileceğini de, fonlama oranı ile 2 yıllık gösterge tahvil arasında bir fark olarak 2 puan civarında 2 puan civarında dikkate alarak hesaplamış, gösterge tahvil faizlerinin % 8.5 - 9.0 civarında dengelenmesi olası demiştik. Bu bağlamda, hafta içinde yayınlanan Enflasyon Raporu'nun para politikasının geleceği hakkında yaratacağı algı önemli olacaktı. Genel algının da, bizim "Sonun Başlangıcı" başlıklı MakroNot'ta aktarmaya çalıştığımız algılamamıza benzer olduğunu görüyoruz. Yani, büyük bir değişiklik olmazsa, TCMB iki-üç küçük indirim sonrası indirimlere son verecek ve 2010 yılı sonuna kadar şartlar elverişli politika faizini sabit tutmaya çalışacaktır. Nitekim, bono faizleri yükseldiği % 8.5 üzeri seviyelerde rapor sonrasında da tutunmaktadır.

O/N Faiz Beklentilerinden Hesaplanan Gösterge Tahvil Faizi İçin Alt Sınır

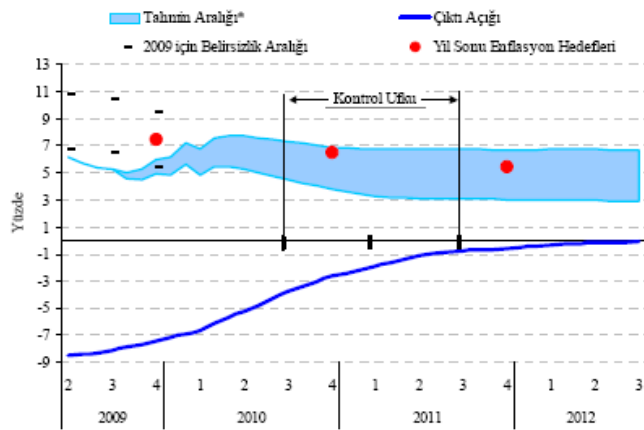


(*) Alt limit, tahvilin vadesi boyunca tutulması durumunda oluşacak fonlama maliyetine eşit alınmıştır.
Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

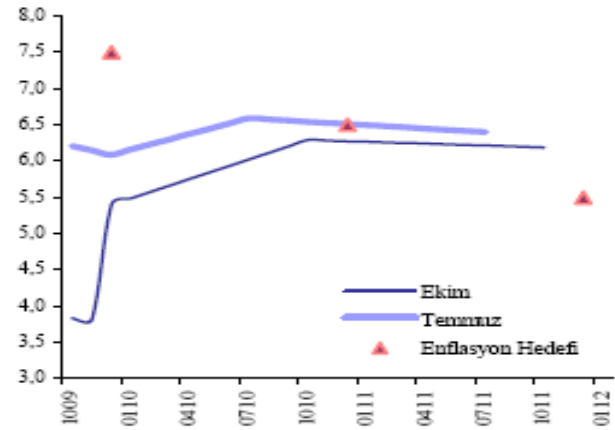
Bu sınırlı düzeltmenin para politikasında yeni bir değişiklik olmadan teknik olarak ulaşabileceği maksimum nokta % 9.5 gibi görünmektedir. **Eğilimin kalıcı bir artışa dönüşmesi için tahvil getirilerinin dünya genelinde yükselişe geçip geçmeyeceği kritik olacaktır.** Bu bağlamda, ABD tahvil getirilerinde son dönemde gözlenen yükseliş dikkatle izlenmelidir. **ABD Hazine'sinin borçlanma vadesini 10 ve 30 yıl vadeli tahvillere daha fazla ağırlık vererek uzatma niyetine ilişkin haberler bu gelişmede etkili olurken, % 4 seviyesi aşılmadıkça bunun dünya genelinde tahvillerde bir satış baskısına yol açmayacağını düşünüyoruz.** Bu esnada, son günlerde özellikle gelişmekte olan ülke borsalarını etkileyen **yeni bir riskten kaçış dalgası** gözlenmektedir ki, bu ilk planda portföy çıkışlarına yol açarak bizim gibi ülkelerde **tahvil getirilerinde yukarı yönlü baskı** yapabilir. **Ancak, bu gelişme en az değerlemelerin cazibesini yitirmesi kadar küresel ekonomik aktivitedeki toparlanmanın gücüne ilişkin kaygılardan da kaynaklanıyorsa, bir süre sonra bu görünüm tahvillerin işine de yarayabilecektir.**

Para politikasındaki duruşun faizler üzerindeki yansımalarına değindikten sonra, raporda enflasyon-büyüme dengesine ilişkin yapılan tespitlere yer vererek devam etmek istiyoruz. **Birinci tespit, aradan geçen üç ayda Merkez Bankası'nın enflasyon tahminlerinde fazla bir değişiklik olmadığı şeklindedir.** Merkez Bankası 2009 sonunda TÜFE'nin % 5.5 olacağını öngörürken (önceki % 5.9), 2010 ve 2011 yıllarında enflasyonun sırasıyla % 5.4 ve % 4.9'a (öncekiler % 5.3 ve % 4.9) gerileyeceğini tahmin etmektedir. Piyasa beklentisi yıl sonu için % 5.4, gelecek 12 ay ve 24 ay için ise sırası ile % 6.29 ve % 6.19 şeklindedir. Uzun vadelerdeki bu uyumsuzluk para politikası açısından zorluklardan biri olabilir.

Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Enflasyon Beklentileri Eğrisi (*)



(*) TCMB Beklenti Anketi'nde çeşitli vadelerde oluşan enflasyon beklentilerikullanılarak lineer interpolasyon yöntemiyle oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

İkinci tespit, Merkez Bankası'nın büyüme beklentisinde de önemli bir değişiklik olmadığı yönündedir. Çıktığı açığına (potansiyel üretim seviyesi ile mevcut üretim arasındaki yüzde fark) yönelik 2009 yılı ikinci ve üçüncü çeyrek tahminleri % 8.2 ve % 8.1 ile aynı tutulmuştur. Çıktı açığı, bu yıl son çeyrek ve 2010 yılı ilk üç çeyrek için olumlu yönde hafif revize edilirken, önümüzdeki sene sonunda % 3 civarına kadar toparlanacağı, 2011'in ikinci yarısından itibaren de büyük ölçüde kapanacağı öngörülerini değiştirilmemiştir. Sonuçta bu senaryo da, şu ana kadar açıklanan verilerdeki görünümü yansıtan çok sınırlı toparlanma senaryosu ile uyumludur. **Üçüncü tespit ise, enflasyon ve büyüme beklentileri değişmeyip, faiz indirimlerinde de önemli bir yol (son bir yılda 1000 baz puan) alındığından, Merkez Bankası baz senaryosunda 'politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha düşerek 2010 yılı sonuna kadar sabit kaldığı' şeklinde bir faiz patikası çizilmesinin de sürpriz olmadığıdır.** Bu da bizim, faiz indirimlerinin Kasım ayında 25 baz puana yavaşlayacağı ve yılsonuna kadar toplamda 50 baz puan indirim yapılacağı beklentimizle uyumlu görünüyor. Ancak Banka, gelecek verilerdeki görünüme de bağlı olarak, sonraki enflasyon raporuna kadar (Ocak toplantısı) indirime devam etmeyi de tercih edebilir.

Son tespit ise, Banka'nın, faizlerde yeni bir indirim dalgasının başlaması için iki senaryo üzerinde durduğu şeklindedir. Birincisi, gelişmekte olan ülkelerin kredi riskindeki nispi iyileşme sonucunda bu ülkelere sermaye akımlarının güçlenmeye devam etmesi ve dolayısı ile kurlar üzerinde aşağı yönlü baskı oluşmasıdır. İkinci senaryo ise önümüzdeki dönemlerde küresel büyümenin tekrar kesintiye uğraması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesidir. Her iki durumda da enflasyon üzerinde aşağı yönlü baskı oluşacak ve faizlerde ek indirim söz konusu olacaktır. Mevcut durumda her iki senaryoya da fazla ağırlık verilmemektedir.

Sonuçta, yeni bir ekonomik zayıflama dalgası veya ani kur düşüşü gibi sürpriz gelişmeler olmadığı durumda, faiz indirimlerinin sonuna yaklaştığımız iyice belirgin hale gelmiştir. Bu durumda da, gösterge tahvil faizinin önümüzdeki dönemde % 8.5-9.0 bandında kalması yüksek ihtimal olarak durmaktadır. Zayıf ekonomik görünüm sebebiyle faiz artırımlarına ancak 2010 yılının son çeyreğinde geçileceğini tahmin etmemize rağmen, 2010 yılında yüksek borçlanma ihtiyacına yönelik riskler uzun vadeli faizler üzerinde baskı yapmaya devam edebilir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme Salı günü açıklanacak Ekim ayı enflasyonu olacak. Yurtdışında ise ABD'de tarım dışı istihdam kritik görünüyor. Ayrıca, Euro Bölgesi ve ABD'de PMI endeksleri Ekim ayına ilişkin ekonomik aktivite açısından öncü sinyaller verirken, Fed, Avrupa ve İngiltere Merkez Bankaları'nın bu hafta yapacakları toplantıda faiz değişikliğine gitmeleri beklenmiyor. Reuters anketlerinde, bu bankaların 2010'un 3. çeyreğine kadar faiz değişikliğine gitmeyeceği öngörülmüyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Ekim	-	2 Kas., 9:00	-
Orta	TİM İhracat, Ekim	US\$ mln	2 Kas.	9.7
Yüksek	TÜFE, Ekim	% aylık	3 Kas., 17:00	2.1 (1.88)
Yüksek	ÜFE, Ekim	% aylık	3 Kas., 17:00	(1.05)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Ekim	-	2 Kas., 10:58	50.7
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Ekim	-	2 Kas., 17:00	53.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Eyl.	% aylık	2 Kas., 17:00	1.9
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Ekim	-	4 Kas., 10:58	52.3
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Ekim	bin	4 Kas., 15:15	-188
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Ekim	-	4 Kas., 17:00	51.8
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	4 Kas., 21:15	değişim yok
Orta	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	5 Kas., 14:00	değişim yok
Orta	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	5 Kas., 14:45	değişim yok
Zayıf	ABD	İşgücü Maliyeti & Verimlilik, 3Q	% çeyreklik	5 Kas., 15:30	-4.5 & 5.5
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İst. & İşsiz. Oranı, Ekim	bin, %	6 Kas., 15:30	-175 & 9.9

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	924.9	1,013.2	1,120.4
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	596.7	645.4	681.6
GSYİH büyümesi	0.9	-6.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.7	-56.9	-61.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	100.8	112.0	112.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.5	168.8	173.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-11.3	-25.1	-26.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-3.9	-3.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	30 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4823	1.4800	1.5000	1.5600	1.5600	1.4800	1.5600
EUR/TL	2.2055	2.1900	2.2000	2.2600	2.2500	2.1800	2.2500
Döviz Sepeti	3.6878	3.6700	3.7000	3.8200	3.8100	3.6600	3.8100
EUR/USD	1.4879	1.4800	1.4700	1.4500	1.4400	1.4700	1.4400
O/N	6.75%	6.50%	6.25%	6.25%	6.75%	6.25%	7.75%
Gösterge Tahvil	8.60%	9.00%	8.50%	8.50%	10.00%	8.70%	10.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
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 Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska 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	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

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.