

Makroskop

22 - 28 Haziran 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

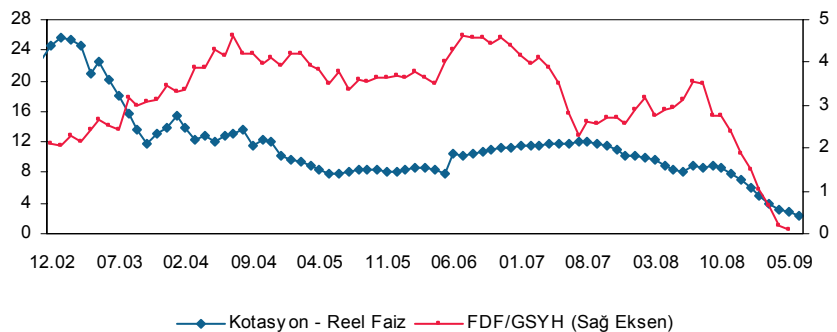
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Programlı Destek, Programsızlık Köstek...

Geride bıraktığımız haftanın gelişmeleri, **ekonomi yönetiminin yurtiçinde parasal ve mali gevşemeyi henüz sona erdirmeye niyetinde olmadığını** düşündürmüştür. Bu dönemde, politika faiz oranı 800 baz puan indirilmiş, bütçe faiz dışı fazlası ise GSYH'ya oranla Ağustos 2008'deki % 3.5'den Mayıs sonunda % 0.1 seviyesine gerilemiştir. Bu yönelim, vergi indirimleri ile iç tüketimin toparlanmasının ihracatta henüz bir toparlanma gözlenmemesine rağmen sanayi üretimine dipten dönüş için yardımcı olduğu ve genel olarak ekonomik aktivitenin en kötü noktasını Mart sonunda geride bıraktıktan sonra toparlanma eğilimi içine girdiği bir dönemde de gözlenmeye devam edilmektedir. **Anlaşılan, toparlanma kendi kaderine bırakılmak istenmemektedir. Bir diğer deyişle, stokların azaltılması ile doğal olarak gelişen bu kıpırdanmanın yeterli görülmediği, büyümeye dönüşün hızlandırılmaya çalışıldığı izlenmektedir.** Üretimi bıçak gibi kesen ve ani istihdam kaybına yol açan stok sorunu çözülme yoluna girmişken, ulaşılabilecek büyüme oranını değiştirmeyecek sadece öne çekebilecek bir neticeyi almak için bu tercihin yapılması gereğinin irdelenmesi gerektiğini düşünüyoruz. **Bahsettiğimiz dönüm noktasından itibaren bu doğrultuda alınan önlemlerin gelecek dönem büyümesinden çalmaya başladığı unutulmamalıdır.** Özel tüketim ve yatırımın durduğu aşamada kamunun ve para politikasının devreye girmesini ne kadar normal görüyorsak, etki edilebilecek alanlarda beklenen sonuçların alınmaya başladığı noktadan sonra, kötüleşen borç dinamiklerinin daha fazla zorlanmamasının ve orta vadede bunların iyileştirilmesinin taahhüt edilmesinin beklenmesini de, normal görmeliyiz. Aksi takdirde, sihirli bir değnek olmayan ve gerektiğinde sınırlı bir şekilde uygulanması gereken mali gevşeme, bir politika aracı olmaktan çıkıp, 2001 öncesi olduğu gibi, kalıcı bir hale gelerek bütçelerin daha baştan geçersiz olduğu ve reel ekonomiye kanalize olabilecek fonların Hazine'ye yöneldiği bir düzene dönülmesine yol açabilir. Bunun şakası yoktur ve sürekli aynı şeyleri tekrarlıyor gibi olsak da, kısa vadeli fayda için tüm kazanımların riske atılmaması çağrısını seslendirmeye devam edeceğiz.

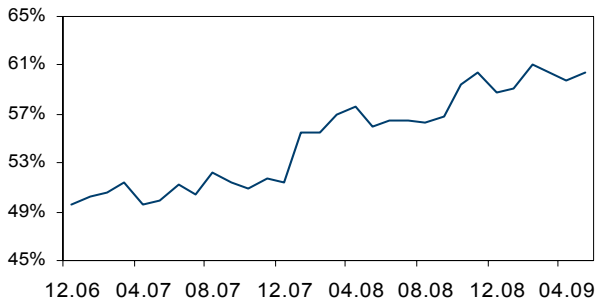
Para ve Maliye Politikası Duruşu (*)



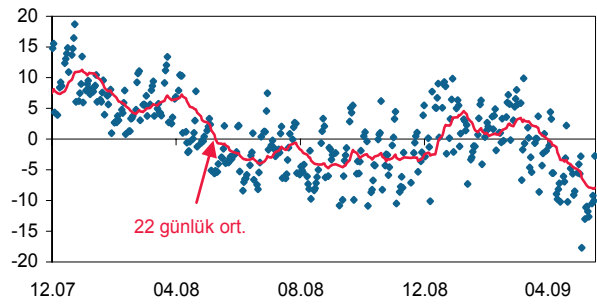
(*) Her ikisinde de yüksek değerler sıkı, düşük değerler gevşek bir politika uygulamasına işaret etmektedir.
Kaynak: Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu tespitleri yaptıktan sonra, beklentilerin üzerinde bir faiz indirimi yapılırken yeni indirimlere kapının açık bırakıldığı ve likiditeye destek için yeni kararların alındığı son Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısına ilişkin bazı noktalara değinmek istiyoruz. Önce likiditeden başlayalım. Beklediğimiz ve son aylık Glokal Stratejist bülteninde ayrıntılı olarak değindiğimiz gibi, TCMB teknik faiz indirimine gitmemiş ve repoların vadesini üç aya uzatma kararı almıştır. **Teknik faiz indirimine gidilseydi, Merkez Bankası “IMF anlaşması olmayacak” gibi bir mesaj vermiş olacaktı.** Zira, bir anlaşma durumunda Hazine’ye kullanıdırılacak kredi borçlanmayı azaltarak bankalararası likiditenin yeniden pozitif bölgeye geçmesine neden olacak ve teknik faiz indirimine gidilmesine gerek kalmayacaktı. **Sinyaller son dönemde, bir anlaşmanın kısa vadede olmayacağı hatta hiç olmayabileceği yönünde güçleniyor vade olsa da, TCMB bu aşamada bu mesajı vermeyi tercih etmemiş, bunun yerine “Piyasadaki likidite sıkışıklığının bir süredir devam etmesine karşın, uzun vadeli likidite gelişmelerine ilişkin belirsizlikler sürmekte, mevcut likidite koşullarının kalıcı olup olmayacağı konusunda net bir öngöründe bulunulamamaktadır. Bu nedenle, teknik faiz indiriminin zamanlaması daha sonra belirlenecektir.”** ifadesini kullanmıştır. Mevcut ortamda bir hafta vadeli olan fonlamanın vadesinin uzaması piyasa yapıcılığı sistemi ve konjunktür nedeniyle Hazine ihraçlarının en önemli alıcısı olan bankacılık sisteminin bu yüklü portföyü taşımaya yardımcı olacaktır. Hesaplamalarımıza göre, piyasada dolanımda olan DIBS’lerin % 60’ı bankalarda bulunmakta ve bu oran 2001 krizi sonrası dönemin en yüksek değerine işaret etmektedir. Ayrıca, BDDK’nın günlük verilerinden bankalardaki menkul kıymet portföylerinin kredilere oranının Ekim 2008’den bu yana 10 puan yükselişle % 60’a ulaştığı izlenmektedir. **Bütçedeki eğilimler değişmediği sürece bankalar üzerindeki bu baskı devam edeceğinden, bu rekor düzeydeki portföyün, hem de ekonomik aktivitedeki toparlanmanın da zorlamasına rağmen, faizlerde bir yükselişe yol açmadan taşınabilmesi için verilen bu likidite garantisi önemli durmaktadır.**

Bankalar DIBS Portföylerinin Toplam DIBS İçindeki Payı



Açık Piyasa İşlemleri (Milyar YTL) (*)



(*) Pozitif değerler Merkez Bankası’nın piyasadaki fazla likiditeyi çektiğini, negatif değerler piyasadaki likidite açığını kapatmak için fonlama sağladığını gösterir.

Kaynak: Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bizce, PPK’nın esas sürprizi ise, 50 baz puanlık faiz indiriminden çok belirginleşen toparlanma işaretlerine rağmen faiz indirimleri için halen kapıyı açık tutmasıydı. Bunu ise, “bundan sonraki faiz indiriminin ölçülü olacağı ve para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre korumasının gerekebileceği” değerlendirmesini korumasından okuduk. **Ancak, aynı cümleye, “İktisadi faaliyete dair toparlanma işaretlerinin belirginleşmesi halinde ise faiz indirimlerinde bir yavaşlamanın veya indirimlere ara vermenin gündeme alınabileceği”** değerlendirmesinin eklenmesiyle, şimdiye kadar PPK karar metinlerinde gördüğümüz izlenecek faiz patikası hakkında en muğlak ve herkesin farklı değerlendirebileceği, dolayısı ile her yöne çekilebilecek bir mesaj verilmiş oldu. Bu ise faiz kararlarının verilere bağımlı hale geldiğine işaret etse de, toparlanma işaretlerinin belirginlik ölçüsünün net olmaması PPK’nın yargısal değerlendirmesine önemli bir alan bırakmaktadır. Uzun süredir belirttiğimiz gibi, vergi indirimlerinin uzatılması ve alınan diğer uyarıcı tedbirlerle kısa vadede iç talepteki toparlanmanın devam etmesini

bekliyoruz. Ancak, dış talebin halen bir katkısı olmadığından bu eğilimin sanayi üretimine keskin bir şekilde yansımaları zor görünmektedir. **Yıllık değişimlerin negatif bölgede kalmaya devam edeceği açıktır, ancak burada önemli olan mevsimsel düzeltilmiş verilerin aylık artışının pozitif bölgeye geçmiş olması ve böyle devam edip etmeyeceğidir.**

Özetle, ekonomik aktivitede dipten dönüş ve toparlanmanın başlamasına rağmen bu gelişme yeterli görülmemekte, parasal ve mali gevşemenin devamına yönelik işaretlerle bu eğilim güçlendirilmeye çalışılmaktadır. Ulaşılabilecek toplam büyümeyi etkilemeyecek ancak öne çekebilecek bu çabanın, gelecek dönem büyümesinden çalmakta olduğunu düşünmekteyiz. Bu bağlamda, diğer cephede Merkez Bankası kendisinden bekleneni fazlasıyla yapmakta, son olarak likidite desteklerini güçlendirerek DİBS piyasasındaki baskıları azaltmaya çalışmaktadır. DİBS alımı ve teknik faiz indirimi gibi önemli iki kartını faiz indirim sürecinin sonrasına bıraktığı anlaşılan Banka, muğlak ifadelerle de olsa ilk kez indirimlere ara vermektense bahsederek parasal gevşemede sona çok yaklaştığını düşündürmüştür.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde Reel Kesim Güven Endeksi önemli görünürken, yurtdışında ise Euro Bölgesi'nde geçici PMI endeksleri ile ABD'de Fed'in faiz kararına ilişkin açıklamaları ön planda olabilir. ABD'de ayrıca, dayanıklı tüketim malı siparişleri ve konut verileri de önemli olacak.
- Bu arada, Hazine Çarşamba günü 3.64 mır TL'lik itfasından önce Salı günü, gösterge tahvili ve 28.08.2013 vadeli sabit kuponlu tahvili yeniden ihraç edecek

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	MB Beklenti Anketi, Haz. II	-	22 Haz.	-
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Haz.	-	23 Haz., 17:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Haz.	-	22 Haz., 11:00	85.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sek. Geçici PMI End., Haz.	-	23 Haz., 10:58	45.3
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sek. Geçici PMI End., Haz.	-	23 Haz., 10:58	41.2
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, May.	mln	23 Haz., 17:00	4.8
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sipariş., May.	% aylık	24 Haz., 15:30	-0.2
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, May.	mln	24 Haz., 17:00	0.36
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	24 Haz., 21:15	değ. yok
Orta	ABD	GSYİH (son revizyon), 1Ç	% çeyrek.	25 Haz., 15:30	-5.7
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, May.	% aylık	26 Haz., 15:30	0.2
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Haz.	-	26 Haz., 16:55	-

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mır TL)	950.1	936.6	1,028.0	1,136.2
GSYİH (Mır US\$)	734.9	592.8	637.1	688.9
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	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 (Mır US\$)	-69.8	-40.2	-63.8	-69.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.2	98.7	106.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.4	162.5	176.0
Cari İşlemler Dengesi (Mır US\$)	-41.6	-13.8	-34.7	-37.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.3	-5.4	-5.5

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	19 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5566	1.5500	1.5500	1.5500	1.6400	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1713	2.1400	2.0900	2.0200	2.1700	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.7279	3.6900	3.6400	3.5700	3.8100	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.3949	1.3800	1.3500	1.3000	1.3200	1.3000	1.3000
O/N	8.75%	8.50%	8.50%	8.50%	11.50%	8.50%	12.50%
Gösterge Tahvil	12.20%	12.50%	13.00%	13.50%	15.00%	13.50%	14.00%

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.