

Makroskop

26 Ekim - 1 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

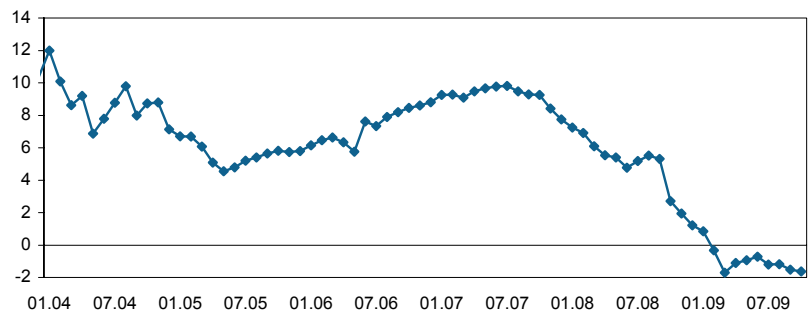
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Ağızdaki Bakla Çıkıyor...

Merkez Bankası'nın 27 Ekim Salı günü yayınlayacağı Enflasyon Raporu'nun, faizlerde aşağı gidişin ulaşacağı nokta açısından önemli olacağını düşünüyoruz. Bilindiği gibi, bu kapsamlı **raporun en kritik cümlesi, Orta Vadeli Görünüm bölümünde gelecek dönemin politika faizine ilişkin patikanın tarif edildiği satırlardır.** Merkez Bankası gerçekleştirdiği tüm analizler sonrası, para politikasında nasıl bir duruşun enflasyon hedefine ulaşmada uygun olacağını, en azından bir sonraki rapora kadar geçerli olmak üzere, bu satırlarda anlatır. Baz senaryo olarak da adlandırılan bu bölüme ilaveten bu duruş üzerindeki riskler ve diğer para politikası seçenekleri de raporda verilmektedir. Temmuz sonunda yayınlanan raporda, söz konusu patika, *"yakın dönemde politika faizlerinde bir miktar daha indirim gerçekleştirildiği ve sonrasında faizlerin 2010 yılı sonuna kadar sabit tutulduğu"* şeklinde verilmişti. Merkez Bankası bu tarifine uymuş ve geçen üç ayda 50 baz puanlık indirimlerle yoluna devam etmiştir. Bugün geldiğimiz noktada, bir sonraki Enflasyon Raporu 2010 yılı Ocak ayı sonlarında yayınlanacağından öncelikle önümüzdeki üç ay için tutumunu ortaya koyması beklenmektedir. Zira, önceki raporda da belirttiği "faizlerin 2010 yılı sonuna kadar sabit tutulması" ifadesini koruyacağını tahmin etmekteyiz. Son Para Politikası Kurulu özetlerinde, gelecek toplantıda faiz indirimlerinde yavaşlamanın gündeme alınabileceği belirtildiğinden, bu raporda **indirimlerin boyutuna ilişkin kullanılacak sözcük Kasım ayındaki indirim için kritik önemde olacaktır.** Eğer "ölçülü" sözcüğü kullanılırsa, bu 50 baz puanlık indirimler için de kullanıldığından, çok net bir sinyal olmayacak ve TCMB'ye verilere bağlı karar vermesi için esneklik sağlayacaktır. Daha küçük bir indirim ima eden bir sözcük kullanılması durumunda ise, beklentiler, yola 25 baz puanlık indirimlerle devam edileceği şeklinde olacaktır. **Bu cümledeki ikinci kritik sinyal ise, "yıl sonuna kadar" ifadesinin kullanılıp kullanılmayacağı olacaktır.** Kullanılırsa, Kasım ve Aralık'taki indirimlerin son iki indirim olacağı düşünülecektir. Kullanılmazsa, en azından Ocak'ta da indirim olacağı, hatta "2010 yılı ilk ayları" gibi bir ifade

Merkez Bankası Politika Faizi (EMBI+ Türkiye Spreadi ile Düzeltilmiş Reel Faiz, %)

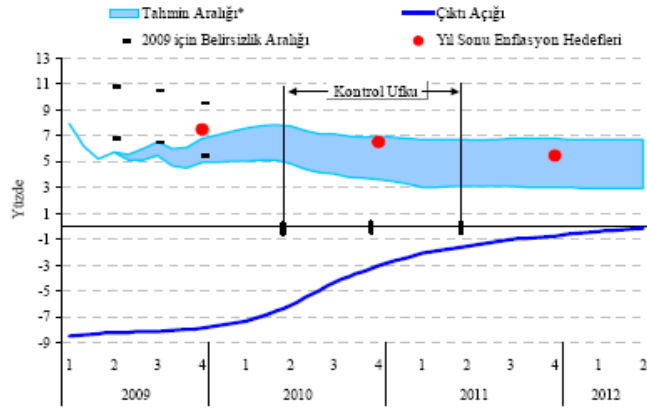


Not: Reel faiz hesabı için, gelecek 12 aylık TÜFE beklentisi kullanılmıştır. EMBI+ spreadi 238 baz puan.
Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

kullanılırsa da 2010 yılı ilk çeyreğinin tamamında indirim olacağı gibi bir beklenti oluşabilecektir. Veri bağımlılığı artmış olduğundan **Merkez Bankası'nın kendisine esneklik sağlayan ifadeler kullanmayı tercih etmesi söz konusu olabilir**. Ekonomik aktivitedeki yavaş ve kademeli toparlanma, son derece kırılğan bir şekilde devam ederken, **Merkez Bankası'nın faiz artırımının akla bile getirilmesinden rahatsızlık duyacağını düşündüğümüzden, bu doğrultuda ileriye yönelik söylemlerinde "faizlerin düşük seviyelerde uzun süre kalması" gibi vurguları kullanmayı tercih etmesini bekliyoruz**.

Merkez Bankası Başkanı Yılmaz hafta içinde Eskişehir Sanayi Odası'nda gerçekleştirdiği konuşmada, son PPK toplantısındaki söylemlerine benzer şekilde, ekonomide toparlanma olsa da, kırılğanlıkların devam ettiğine vurgu yapmıştır. Ayrıca, IMF ile ilgili verdiği mesajların da önemli olduğunu düşünüyoruz. **Yılmaz'ın, artık Türkiye'nin kendi ayakları üzerinde durması gerektiğini söylemesi, Banka'nın IMF anlaşması olmasına yönelik beklentisinin azaldığına dair bir izlenim vermiştir. Aşağıda ayrıntılarına değindiğimiz TL likiditesine ilişkin yeni önlemler (zorunlu karşılıklarda indirim) de bize bunu düşündürmüştü**. Hatırlanacağı gibi, IMF-Dünya Bankası toplantılarının bitimini takiben IMF ile ilgili kararın verileceği belirtilmiş, daha sonrada 2010 yılı bütçesinin meclise sunulması öncesinde IMF'den cevap beklendiği gibi haberler gelmişti. Her ne kadar, bütçe tasarısı yasalaşana kadar yaklaşık 1 aylık bir süre daha olsa da, bu yönde bir niyet veya bir gelişme olduğuna dair bir işaret görünmüyor.

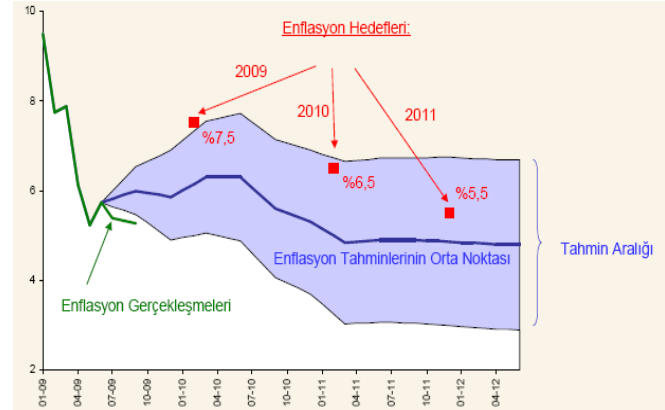
Enflasyon ve Çıktı Açığı (*) Tahminleri



(*) Çıktı açığı kavramı, bir ekonomideki mevcut GSYİH düzeyi ile potansiyel GSYİH düzeyi arasındaki farkı gösterir. Potansiyel GSYİH, ülkenin mevcut işgücü ve sermaye varlıkları ile verimlilik düzeyi dikkate alınarak hesaplanan enflasyonu azdırmayacak teorik bir GSYİH seviyesini ifade etmekte. Mevcut GSYİH eğer potansiyelin altındaysa negatif çıktı açığı oluyor. Bu bölgede talebin enflasyona yol açmadığı ileri sürülüyor.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Enflasyon Gerçekleşmeleri, Tahminler ve Hedefler (%)



Bu arada, Yılmaz'ın dikkat çektiği ve kısa vadede önemli olabilecek bir diğer konu da, Ekim ayı enflasyonu ile ilgiliydi. Merkez Bankası kendi yaptığı çalışmaların, piyasada beklenenin aksine **Ekim ayında enflasyonun yüksek çıkacağına** işaret ettiğini söyledi. **Bu tipik bir beklenti yönetimi hamlesiydi**. Zira, Merkez Bankası'nın Beklenti Anketi'nde Ekim ayı enflasyon tahminlerinin ortalaması % 1.1 idi. Beklentilerin düşük olması bu veri açıklamasının olumsuz bir sürpriz yapma gücünü artıracaktı. Biz de, 24 Eylül tarihli Glokal Stratejist raporumuzda, Ekim ayında sona eren vergi indirimlerinin (otomotiv, beyaz eşya, mobilya sektörlerinde) ve elektrik zammının TÜFE'ye normal aylık artışının üzerinde toplam 0.9 puan ek artış getirebileceği ve enflasyonun piyasa beklentisinin belirgin şekilde üzerine çıkabileceği uyarısını yapmıştık. **Ancak, daha önceden de belirttiğimiz gibi, bu yüksek artışa karşın, geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle, yıllık enflasyonda düşüşün devam edeceği görülmüyordu**. Öyle ki, bu yıl Ekim ayında örneğin bizim beklentimiz olan % 2.1 gibi bir aylık artış yaşansa da, yıllık TÜFE tarihi düşük seviyesi olan % 4.8'e gerilemektedir.

Hafta içinde PPK'nın Banka dışı üyelerinden Abdullah Yavaş'ın açıklamalarının da ses getirdiği izlendi. ABD'de bir konferansta konuşan **Yavaş, ekonomideki yavaşlama uzun ve kalıcı olursa Banka'nın faizlerde aşağı gidis için çok yeri**

olacağını söyledi. Ayrıca, çıktı açığı çok yüksek olacağından teorik olarak Banka'nın politika faizini mevcut enflasyon seviyesi olan % 5.3'ün altına çekebileceğini belirtti. TCMB'nin ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli gerçekleştiğini düşündüğü bilinmektedir. Ancak, önceki raporda çıktı açığı için çizilen senaryo (2009 yılında GSYH'ya oranla % 9'a yakın seyrederken, 2010 yılının ikinci yarısında belirgin toparlanmaya geçtiği, açığın tam olarak ise 2012 ikinci yarısında kapandığı) olabilecek en olumsuz alternatiflerden biri olduğundan, bu raporda **üretim açığı senaryosunun kötüleştirilmesi yerine enflasyonda beklenenden olumlu gidişe vurgu yapılarak, daha düşük faiz seviyesinin savunulmaya çalışılacağını düşünüyoruz.** Zaten yukarıda verdiğimiz enflasyon gerçekleştirmeleri ve TCMB tahminleri grafiği de, son aylarda TÜFE'nin tahmin alt sınırının bile altında seyrettiğini yansıtarak bu düşünceleri desteklemiştir.

Değirmek istediğimiz son konu ise, zorunlu karşılık oranlarındaki indirimin başka bir boyutu ki, bu kararın **TCMB'nin likiditede B planına geçtiğini ima ettiğini** düşünüyoruz. Hatırlarsak B planı, TL likiditesinde artış anlamına gelecek bir IMF anlaşması olmaması durumunda, TL likiditesini sağlamak için düşünülen bir plandı. **Merkez Bankası şimdiye kadar "anlaşma olmayacak" gibi bir sinyal vermemek için bu yönde algılama yaratacak kararları geciktiriyordu.** Bu planın tam olarak uygulanması durumunda son aşamaları ise, karşılık oranlarında bir yeni indirim ve niceliksel gevşeme olarak da bilinen **bankalardan tahvil alımına gidilmesi** olacaktır. Kalıcı likidite açığı halinde uygulanması düşünülen **teknik faiz indirimi** ise, gecelik faizlerde istenmeyen bir oynaklık doğurabileceğinden, **bize uygulanabilir gibi görünmüyor.** Son aşama kararlarını tetikleyecek likidite açığı (Açık Piyasa İşlemlerinden Alacaklar) seviyesinin 20 mlr TL civarında olduğunu düşünürken, şimdilik bunun bir hayli uzağında (Ekim ortalaması 13.6 mlr TL) olduğumuzu gözlüyoruz.

Özetle, Merkez Bankası Enflasyon Raporu'nun faizlerde alt sınır için önemli bilgiler getirmesini beklerken, politika faizinin inebileceği son nokta için tahminimiz olan % 6.25 üzerindeki aşağı yönlü riskleri güçlendirmesini de olası görüyoruz. Böyle bir duruş sergilenirse, bu kez çıktı açığının daha olumsuzla kaynağın değil enflasyon eğiliminin beklenenden daha düşük seyretmesinden kaynaklanacaktır. Faizler için diğer önemli unsur ise, likidite desteklerinde B planına geçilmesidir ki, daha burada tüm kozların oynanmadığı da hesaba katılmalıdır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Yurtiçinde Pazartesi günü Ekim ayı Reel Kesim Güven Endeksi ile ekonomik aktiviteye yönelik öncü sinyaller izlenirken, Salı günü yayınlanacak olan Enflasyon Raporu ve PPK Toplantı Özeti para politikası açısından kritik belgeler olacak. Haftanın son gününde Hazine Kasım ayı Borçlanma Programı'nı yayınlacak. Hazine, 9.9 mlr TL iç borç ve 0.4 mlr dolar dış borç ödemesi öngörmüştü. Piyasaya yapılacak en önemli iç borç ödemelerinin 18 Kasım'da (4.1 mlr TL) ve 25 Kasım'da (2.2 mlr TL) yapılacağını hesaplıyor. Yurtdışında ise, ABD'de dayanıklı tüketim malı siparişleri ve 3. çeyrek büyümesi ön planda olacak. Bu hafta açıklanacak bilançolar arasında United States Steel Corp, Procter & Gamble, Exxon, Motorola, Chevron gibi önemli isimler bulunuyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ekim	-	26 Ekim, 17:00	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Eylül	US\$ mlr	30 Ekim, 17:00	12.5 & 8.6
Orta	Hazine Borçlanma Prog., Kas.	-	30 Ekim	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Ekim	% aylık	1 Kasım, 12:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Ağu.	% yıllık	27 Ekim, 15:00	-12.1
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ekim	-	27 Ekim, 16:00	54.3
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Eyl.	% aylık	28 Ekim, 14:30	1.3
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Eyl.	mln	28 Ekim, 16:00	0.44
Yüksek	ABD	GSYİH (ilk veri), 3Ç	% yıllık	29 Ekim, 14:30	3.2
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Eyl.	% aylık	30 Ekim, 14:30	0.2
Orta	ABD	Chicago PMI Endeksi, Ekim	-	30 Ekim, 15:45	49.1
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ekim	-	30 Ekim, 15:55	-

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

	23 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4625	1.4600	1.5000	1.5600	1.5600	1.4800	1.5600
EUR/TL	2.1903	2.1600	2.2000	2.2600	2.2500	2.1800	2.2500
Döviz Sepeti	3.6528	3.6200	3.7000	3.8200	3.8100	3.6600	3.8100
EUR/USD	1.4976	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	8.10%	8.00%	8.50%	8.50%	10.00%	8.50%	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.