

# Makroskop

3 - 9 Ağustos 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

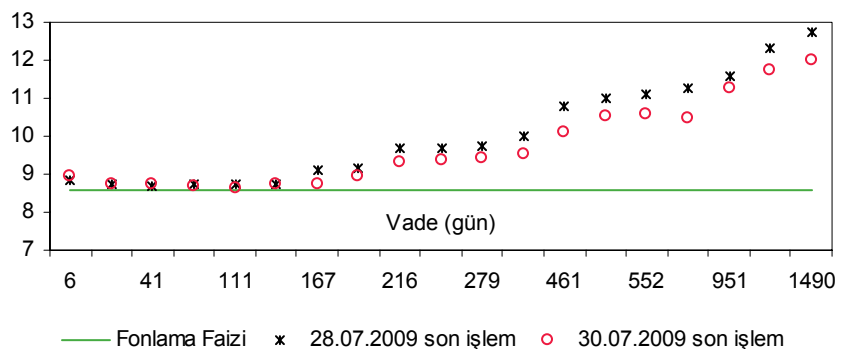
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### Büyük Düşün, Büyük Düş...

Küresel ekonomide en kötü noktanın geride bırakılıp toparlanma sürecine girildiğinden beri merkez bankaları, tarihin en büyük parasal ve niceliksel gevşeme operasyonlarından çıkış stratejilerini kamuoyuyla paylaşma baskısını ve bunu başlatan toparlanma sürecini zedelemeyen yapabileme sıkıntısını hissetmeye başlamışlardır. Zira, her zaman geleceği satın almaya eğilimli olan piyasalar mevcut durumun normal bir denge olmadığını düşünüp, rekor bütçe açıklarını da dikkate alarak, toparlanmanın güçlenmesiyle beraber eninde sonunda enflasyonun yükselişe geçeceğini ve bu doğrultuda para politikasının sıkılaştırılması gerektiğini beklemektedir. Bu nedenle de, kısa vadeli faizlerdeki görünümün sınırlı etkileyebildiği uzun vadeli faizlerde daha düşük seviyelere ikna olmada zorlanmaktadır. Bu yüzden, önümüzdeki dönemin en kritik göstergesinin borsa endeksleri değil ABD 10 yıllık tahvil faizi olduğunu bir süredir vurgulamaktayız. Buradaki yukarı veya aşağı yönlü belirgin hareketlerin piyasalarda dalgalanma getirme potansiyelini azımsamamak gereklidir. Çıkış stratejisini paylaşan ilk merkez bankası, Fed olurken, aşırı likidite fazlasını çekmek için gerekli araçlara sahip bulunduğu, ancak bu operasyon için henüz erken olduğu ve gevşek para politikasının uzunca bir süre korunmasının gerekli görüldüğü, Bernanke tarafından dile getirilmiştir. Bu açıklamalara rağmen, vadeli piyasalar Fed'in % 0.25 olan faizini 2010 sonuna kadar % 1.75 civarına çekeceğini fiyatlamaya, tahvil piyasası ise 10 yıllık faizi % 3.70 gibi resesyon ortamında yüksek sayılabilecek bir seviyede tutmaya devam etmektedir. Anlaşıldığı üzere, piyasa oyuncularını ikna süreci çok da kolay geçmemektedir. Benzer rahatsızlığın bizde de hissedildiği çok açıktır. Hatta, ayrıntılarını hafta içinde yayınladığımız MakroNot'ta bulabileceğiniz, TCMB'nin politik faizlerine kısa, orta ve uzun vade için bir perspektif çizme girişiminin, "piyasada oluşan getirilerin politika faizlerinin orta vadedeki olası seyirini daha iyi yansıtması" amacını taşıdığı dahi net olarak belirtilmiştir. Ancak, bu perspektifin arkasındaki temel varsayımın, küresel ölçekte faizlerin uzun bir süre düşük seyretmesinin kuvvetle muhtemel görülmesi olduğu, bir an için bile unutulmamalıdır.

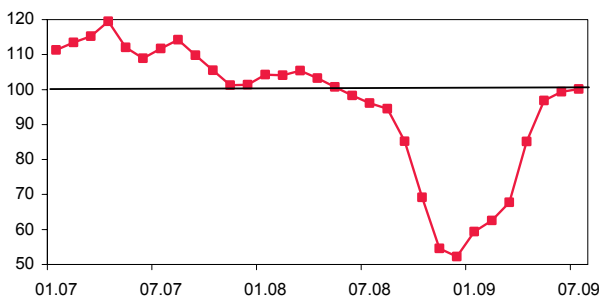
#### Bono Piyasası Getiri Eğrisi



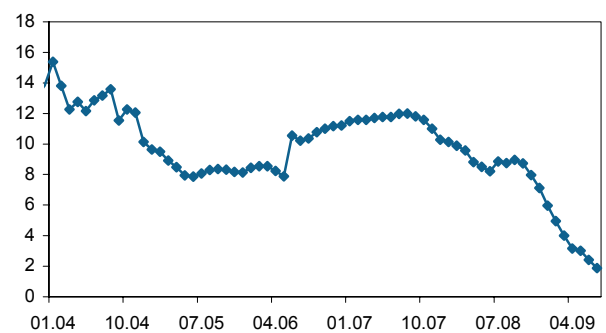
**Dolayısı ile, faizi 2010 sonuna kadar sabit tutma niyeti üzerindeki en önemli risk, Fed'in böyle bir niyeti olmasa da, tahvil faizlerinin erken çıkış stratejisini fiyatlamaya başlamasından kaynaklanabilecektir.** Merkez Bankası'nın beklentilere böylesi bir müdahalesinin başarılı olma şansı, açıklamalar sonrası getiri eğrisinde gözlenen belirgin düşüşlerle yüksek görünmektedir. Özellikle uzun vadeli tahvillerde gözlenen düşüşlerle getirisi eğrisinin düzleştiği izlenirken, enflasyon raporu öncesi gecelik faiz karşılıkları 2010 yıl sonu için fonlama faizinin 215 baz puan üzerinde bulunurken, bugün itibarı ile bu fark 140 baz puana gerilemiştir.

**Buna karşılık, "orta vadeli ikna edici bir mali programın tesisi halinde piyasa faizlerinin tek haneli oranlarda kalıcı olarak seyretmesinin mümkün olduğu" yönündeki düşünceleri bugünkü koşullar altında özellikle kalıcılık vurgusu bağlamında çok iddialı bulmaktayız.** Üretim açığının % 9'a doğru gittiği bir ortam çok düşük nominal ve reel faiz için uygun koşulları yaratıyor olsa da, politika faizleri tek haneli seviyede tutulsa bile, zaman içinde üretim açığının kapanmasıyla piyasa faizinin tek haneye kalıcı olarak yerleşmesinin çok zor olduğunu düşünüyoruz. Normal dönemlerde dahi enflasyonunu % 4-5 aralığında tutabilmiş Brezilya'da bile 3 yıllık tahvil getirileri şimdiye kadar % 10'un altına inememiştir. Buna karşılık, genellikle bize benzer risk grubunda değerlendirilen Macaristan ve G. Afrika'da aynı vadedeki faizlerin % 8-9 civarında uzunca süre seyrettiği bilinmektedir. Herhalde kredi derecelendirmeleri bizden bir kaç kademe iyi olan bu ülkelerden örneğin Macaristan'ın bizden daha yüksek bir CDS spreadinde olması, yurtiçi faizlerde niye bizim de onlar gibi tek haneli faizimiz olmasın düşüncesini yaratmış olmalı. **Resesyon sürecinden potansiyel büyümeye gidişte, toplam talep koşullarından faizlerdeki düşüşe gelen destek hızla azalacak, faizlerin tek haneye inmesi konusunda esas belirleyici enflasyonun kalıcı olarak % 4-5 civarına inip inemeyeceği olacaktır.** Bu sağlanabilirse, en iyi ihtimalle normal koşullarda gelişmiş ülkelerde bile % 2-3 civarında olan reel faiz ve mevcut 300 baz puanlık ülke riskini eklersek tek haneye yaklaşmamız söz konusu olabilmektedir. Öte yandan, Merkez Bankası'nın da bizim gibi temel varsayımı olan yavaş toparlanma senaryosundan daha kötü bir görünümün oluşması durumunda **uzun yıllar sürecektir bir durgunluk altında ulaşılabilir tek haneli faizi kimsenin bir başarı olarak kabul edebileceğini düşünmüyoruz.**

Reel Kesim Güven Endeksi



Para Politikası Reel Faizi



Anlaşıldığı üzere, gevşek para politikasından çıkışın zamanlamasını ekonomik aktivitedeki toparlanmanın gücü belirleyecektir. Bu bağlamda yeni veri akışının, faizlerin bulunduğu düşük seviyeleri koruması yönünde destek verdiği söylenebilir. **Aktivitenin en iyi öncü göstergesi olan Reel Kesim Güven Endeksi ilk aylardaki hızlı çıkışından sonra Haziran ve Temmuz'da belirgin olarak hız kesmiştir.** Özellikle üretim hacmi ve ihracat sipariş miktarı gelecek üç ay beklentilerinin son iki ayda zayıflaması önümüzdeki aylarda toparlanmanın hızına yönelik aşağı yönlü risklere dikkat çekerken, güncel gerçek verilerden otomotiv satışlarının vergi teşvikinin azaltılmasıyla Haziran'ın ancak yarısı kadar olması ve geçen yılın altında kalması, ihracatın ise Temmuz'da da % 30'a yakın bir yıllık düşüş göstermeye devam etmesi, bu görünümü desteklemektedir.

Sonuç olarak, agresif faiz indirimi sürecindeki başarısı ile özgüveni artan Merkez Bankası'nın beklenti yönetiminde çıtayı bir hayli yükselttiği, para politikasının sınırlı etkileyebildiği piyasa faizlerini (tahvil ve ticari kredi faizleri) daha düşük seviyelere çekebilmek için önemli bir risk aldığı izlenmektedir. Gerek politika faizlerinin 2010 yılı sonuna kadar sabit tutulacağı baz senaryonun gerekse de mali disiplin altında piyasa faizlerinin tek haneli oranlarda kalıcı olarak seyredebileceği vurgusunun, mevcut konjonktür nedeniyle kısa vadede yapılabılır gibi algılansa da, uzun vadede gerçekleşme şansı daha düşük olan bir çok varsayımı içerdiğine dikkat edilmelidir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

Yurtiçinde, bu hafta piyasalar Pazartesi günü açıklanacak enflasyon rakamlarına odaklanacak. Bu arada, bu raporu yayınladığımız saatlerde henüz açıklanmamış olan Hazine'nin Ağustos ayı borçlanma programında, en önemli iffalardan ilkinin 5 Ağustos'ta yapılacak 14.4 mlr TL olacağını hesaplamaktayız. Yurtdışında ise, ABD'de tarım dışı istihdam kritik olurken, Euro Bölgesi ve ABD'nin PMI endeksleri de bu haftanın en önemli verileri arasında olacak. Ayrıca, İngiltere ve Avrupa Merkez Bankaları bu hafta faiz kararlarını açıklayacaklar. Bununla birlikte bu hafta da bilanço açıklamaları yoğun bir şekilde devam edecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	CNBC-e Tüketici Güven End., Tem.	-	3 Ağu., 9:00	-
Yüksek	TÜFE, Tem.	% aylık	3 Ağu., 17:00	0.3 (0.22)
Yüksek	ÜFE, Tem.	% aylık	3 Ağu., 17:00	(-0.01)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Ağu.	-	7 Ağu.	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Tem.	-	3 Ağu., 10:58	46.0
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Tem.	-	3 Ağu., 17:00	46.2
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Haz.	% aylık	4 Ağu., 15:30	0.2
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Haz.	% aylık	4 Ağu., 17:00	0.2
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Tem.	-	5 Ağu., 10:58	45.6
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Tem.	bin	5 Ağu., 15:15	-340
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Tem.	-	5 Ağu., 17:00	48.2
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	6 Ağu., 14:00	değ. yok
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	6 Ağu., 14:45	değ. yok
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Tem.	bin	7 Ağu., 15:30	-340
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Tem.	%	7 Ağu., 15:30	9.7

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	933.8	1,024.6	1,132.9
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	591.0	637.9	689.4
GSYİH büyümesi	1.1	-5.5	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	-39.1	-62.6	-68.3
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.1	98.4	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	137.2	161.0	174.4
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-12.8	-33.6	-36.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.3	-5.3

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	31 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4770	1.4650	1.5000	1.5200	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.0778	2.0800	2.1000	2.1000	2.0900	2.1000	2.0500
Döviz Sepeti	3.5548	3.5450	3.6000	3.6200	3.6700	3.6000	3.6300
EUR/USD	1.4068	1.4200	1.4000	1.3800	1.3200	1.4000	1.3000
O/N	8.25%	7.75%	7.25%	7.25%	7.75%	7.25%	10.00%
Gösterge Tahvil	10.50%	10.00%	10.50%	10.50%	12.00%	10.50%	12.50%

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 <sup>rd</sup> 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.