

Makroskop

11 - 17 Ocak 2010

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

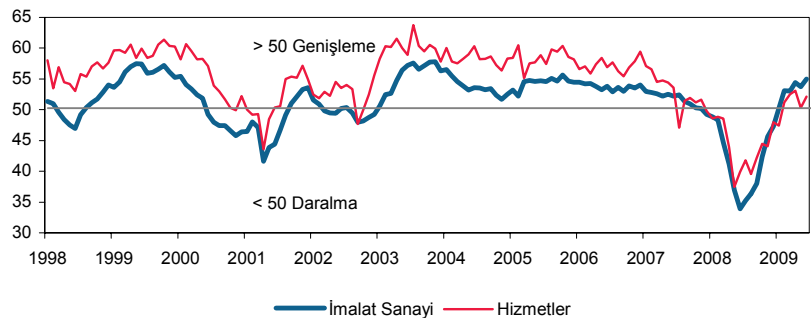
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Bütçe Bir Tarafa, Enflasyon Araf'ta...

Yeni yılın daha ilk günlerinden önemli hareketlilik getirdiğini izlemekteyiz. Kısa bir süre içinde, hükümetin IMF ile 2 yıllık bir stand-by anlaşmasına gitme niyeti olduğunu, nasıl tutacak dediğimiz 2010 yılı bütçe gelirler hedefinin her zaman olduğu gibi akaryakıt, içki ve sigaraya yönelik ÖTV ayarlamalarıyla ulaşılmaya çalışılacağını, bir ara tarihi düşük seviyelerine inen enflasyonun korkutan bir dönüş yaptığını, erken seçim gündemimizde yok diyen hükümetin bütçeye ek maliyeti 3.0 mlr TL olan emekli maaş artışına karar verdiğini öğrendik. Dışarıda ise fazla bir değişiklik yoktu. Öncü veriler Aralık ayının ekonomik aktivite açısından canlı geçtiğini gösterirken, bu doğrultuda risk iştahı güçlü seyretmekte, borsalar ve faizlerde yükseliş devam etmektedir. Aralık ayında makro verilerden aldığı destekle Euro'ya karşı hızlı bir toparlanma kaydeden ABD Doları ise son günlerde hız keserken, gelişmekte olan piyasalar para birimlerine karşı zayıf seyri devam etmektedir. Dolardaki bu karışık görünüm, ters korelasyonunun yüksek olduğu altının yükseliş eğiliminde soluklanmasını getirmiş, ancak benzer bir ilişki içinde olduğu petrolün yükselişini etkilememiştir. Buradaki seyir açısından, özellikle tarım-dışı istihdam ve işsizlik oranı gelişmelerinin kritik olacağı söylenebilir. Aralık ayında Kasım da olduğu gibi küçük bir istihdam kaybı ve işsizlik oranının 0.1 puan artışla % 10.1'e çıkması beklenmektedir. Buna karşılık, haftalık işsizlik başvuruları ve ADP gibi öncü veriler 2 yıl gibi uzun bir aradan sonra ufak bir istihdam artışı olabileceğine işaret etmektedir. Böylesi bir gerçekleşme, bir yandan dolara ve risk iştahına destek verirken bir yandan da, eğer işsizlik oranında da düşüş varsa, FED'e yönelik faiz artırımı beklentilerinin güçlenmesini ve öne çekilmesini getirebilecektir. Bu yöndeki bir değişim, diğer ülke merkez bankalarının da faiz artırımı baskısını daha fazla hissetmesi anlamına gelecektir. Baskının şiddeti ise, ülkelerin büyüme-enflasyon dengesinin nasıl oluştuğuna bağlı olacaktır. **Bu bağlamda, Türkiye ekonomisi göreceli olarak zayıf seyreden toparlanmanın faizleri frenleme avantajını, bütçe açığından doğan enflasyon riskinin realize olması ve bu durumun beklentileri bozacak olması nedeni ile, kaybetme noktasına gelebilir.**

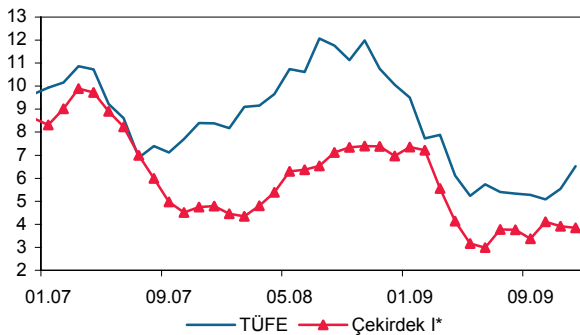
Küresel Satınalma Yöneticileri Endeksi (Global PMI)



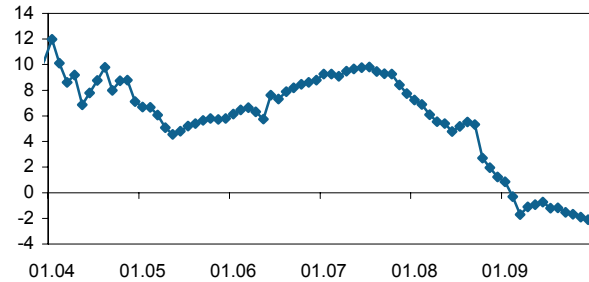
Kaynak: JP Morgan, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bilindiği gibi, Merkez Bankası'nın Ekim 2009'da yayınlanan son raporunda, politika faizlerine ilişkin patikanın tarifinde en önemli kısım, faizlerin 2009 yılı içinde düştüğü noktadan **2010 yılı sonuna kadar sabit kaldığı** varsayımıydı. Bu doğrultuda, 2009 ve 2010 yılı resmi enflasyon hedefleri % 7.5 ve % 6.5 iken, TCMB'nin enflasyon tahminleri % 5.5 ve % 5.4 olarak açıklanmıştı. Bu bir taahhüt olmasa da, ilk açıklandığı günlerde faizlerin bu kadar uzun süre sabit kalması biraz iddialı bulunmuştu. Son olarak, 17 Aralık tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında **bu söylemin "faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği" şeklinde ifade edilerek yumuşatıldığı ve zamanlama konusunda belli bir esneklik kazanıldığı** izlenmişti. Diğer taraftan, yukarıda bahsettiğimiz varsayımlara kamu tarafından yönetilen fiyatlar kaynaklı, yıllık etkisi 1.5 puana varan bir dışsal şokun, dahil edilmediğini düşünüyoruz. Bu nedenle, **Merkez Bankası'nın ilk fırsatta yapacağı iş, 2010 yıl sonu tahminini beklediği ÖTV etkisi (*) kadar yukarı çekmek olacaktır.** Bunu 14 Ocak PPK toplantısında veya 26 Ocak'taki Enflasyon Raporu'nda yapabilir. **Ancak bundan daha önemlisi, 2010 sonrası için enflasyon tahmininde bir değişiklik yapıp yapmayacağı ve faiz patikasında "uzun bir süre" tanımına bir netleşme getirip getirmeyeceği olacaktır.** Aralık enflasyonu ve ÖTV ayarlamaları sonrası yapılan piyasa anketleri, 2010 yıl sonu TÜFE beklentisinin % 7.5-8.0 aralığına yükseltildiğini, faiz artırımının ise 150-200 baz puan aralığında olmak üzere yılın üçüncü çeyreğinden itibaren beklendiğini yansıtmıştır. Enflasyondaki bu görünüme ve faiz artırım beklentilerinin öne çekilmesine rağmen gösterge tahvil getirisinin % 9'un altında seyretmeye devam etmesi ise IMF anlaşması beklentisine (sağlanacak kredinin Hazine borçlanmasını azaltması) bağlanabilirse de, kalıcı olması bu şartlar altında çok mümkün görünmemektedir.

TÜFE ve Çekirdek TÜFE (Yıllık % değişim)



EMBI+ Türkiye Spreadi ile Düzeltilmiş Reel Faiz (**)



(*) Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç (**) Bu analizde, TCMB'nin O/N alış kotasyonu, gelecek 12 aylık enflasyon beklentisi ve Türkiye eurotahvillerinin ABD tahvilleriyle faiz farkı kullanılmıştır.

Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkez Bankası'nın tercih edeceği duruş da çok önemli olacaktır. İlk başta, genel fiyatlandırma davranışlarında bir bozulma gözlenmediğini, hizmet fiyatlarının artış oranının ve diğer temel enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini devam ettirdiğini vurgulayarak, **gelen şokun kalıcı olmayacağına ve enflasyonun bir süre sonra orta vadeli hedeflerle uyumlu bir patikaya oturacağına ekonomik aktörleri ikna etmeye çalışacaktır.** Ancak, mevcut gelişmelerin, enflasyon hedeflerinin yukarı revize edilmesi ile biten 2008 yılındaki sıkıntılı süreci (TÜFE gıda ve enerji fiyat artışlarıyla hızlı yükselirken çekirdek enflasyon uzun süre düşük seyretmişti) hatırlatması bu konuda çok da ısrarlı olmasını engelleyebilir. **Merkez Bankasına zaman ve manevra alanı kazandıracak unsurlar ise; Birincisi, resmi enflasyon hedefi etrafındaki +/- 2 puanlık belirsizlik aralığı olacaktır ki, TÜFE yılı % 8.5'in altında kapatacak gibi göründükçe bir para politikası tepkisi vermektan kaçınılabilir. İkincisi, Türkiye PMI gibi öncü göstergelerde 2009 yılının ikinci yarısında gözlenen düşüşün ekonomik aktiviteye olumsuz yansımaları olabilir. Üçüncüsü, TL'deki değerlenmenin belirginleşmesi olabilir. Sonuncusu ise, dünyada faiz artırım beklentilerinin ötelenmesi olabilir.** Kısacası, avantajları ve dezavantajları ile, nereden bakarsanız bakın bir Merkez Bankası açısından yönetilmesi zor bir

süreç bizi bekliyor. Ancak, kriz sırasında kredibilitesini önemli ölçüde artırmış, enflasyon hedefini tutturmuş bir Banka ile bu döneme girmenin önemli bir artı olduğunu da unutmamalıyız. **Merkez Bankası'nın aynı erken başlayan faiz indirim sürecinde olduğu gibi, ekonomik aktiviteye en az enflasyon eğilimi kadar ağırlık vererek karar almaya devam edeceğini, gerek aktivitede gerekse enflasyonda baz etkisinden kaynaklanacak olası dalgalı seyrin kafaları karıştırmamasına izin vermeyeceğini, düşünüyoruz.**

Sonuç olarak, yeni yıl özellikle Türkiye ekonomisi açısından olumlu ya da olumsuz ama kesinlikle önemli gelişmelerle başlamıştır. Küresel toparlanmanın devam ediyor olması artı hanesine yazılırken, IMF anlaşması umudunun artması ancak belirsizliğin korunması, bütçede birbirinin tersi yönde alınan kararlar ve enflasyon şoku, gerek Merkez Bankası gerekse ekonomideki diğer karar alıcılar açısından öngörülebilirliği önemli ölçüde zedelemiş, düşük reel faizlerin oluşturduğu uygun yatırım ortamının korunmasını zorlaştırmıştır.

(*) Merkez Bankası ÖTV artışlarının fiyatlara yansıtılması durumunda TÜFE'ye etkiyi 1.5 puan düzeyinde beklediğini açıklamıştı. Beklenen etkinin en büyük kısmının ise sigara fiyatlarından gelmesi bekleniyordu. Bu doğrultuda, son günlerde sigara üreticilerinin rekabet nedeniyle fiyat artışlarını geri alması nihai etkinin bahsedilen oranın çok altında kalacağını düşündürmektedir. Bizim hesaplamalarımız toplam etkinin 0.6 puana inebileceği yönündedir. İndirimlerin kötü tarafı ise, fiyat üzerinden alınan KDV ve ÖTV tutarlarını azaltarak beklenen vergi gelirine ulaşamamasını getirmesi olacaktır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme PPK'nın Perşembe günü açıklayacağı faiz kararı olarak görünüyor. Ayrıca cari açık ve işsizlik oranı gibi veriler de kritik olacak. Yurtdışında ise daha yoğun bir veri gündemi var. ABD'de dış ticaret, perakende satışlar, enflasyon ve ekonomik aktivite verileri önemli olurken, Avrupa Merkez Bankası'nın faiz kararı da bu hafta izlenecek gelişmeler arasında yer alıyor. Bu arada, 11 Ocak Pazartesi günü Japonya'da piyasalar tatil olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Ara.	-	11 Ocak, 10:00	-
Yüksek	Cari Açık, Kas.	US\$ mlr	11 Ocak, 10:00	1.70 (1.54)
Orta	Nakit Bazlı Faiz Dışı Denge, Ara.	TL mlr	11 Ocak	-1.6
Orta	Kapasite Kullanımı, Ara.	%	12 Ocak, 10:00	(71.6)
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	14 Ocak, 19:00	değişim yok
Yüksek	İşsizlik Oranı, Ekim	%	15 Ocak, 10:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Kas.	US\$ mlr	12 Ocak, 15:30	-34.3
Orta	Euro Bölgesi	Merkez Bankası Faiz Kararı	baz puan	14 Ocak, 14:45	değişim yok
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Kas.	%	14 Ocak, 15:30	0.4 & 0.1
Yüksek	ABD	Perak.Satış.Toplam & Oto.Hariç, Ara.	% aylık	14 Ocak, 15:30	0.2 & 0.3
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ara.	% aylık	15 Ocak, 15:30	0.2 & 0.1
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Ocak	-	15 Ocak, 15:30	9.45
Yüksek	ABD	Kapasite Kullanımı, Ara.	%	15 Ocak, 16:15	71.6
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Ara.	% aylık	15 Ocak, 16:15	0.4
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Ocak	-	15 Ocak, 16:55	-

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	976.6	1,098.4	1,207.0
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	630.0	722.6	756.1
GSYİH büyümesi	0.9	-5.7	5.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	5.9	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	6.5	6.9	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.9	-67.8	-68.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	101.8	125.5	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	139.7	193.3	191.6
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.8	-13.2	-38.1	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.1	-5.3	-4.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	8 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4698	1.5000	1.5200	1.5200	1.5300	1.5200	1.6500
EUR/TL	2.1093	2.1600	2.2040	2.1900	2.1900	2.1900	2.2440
Döviz Sepeti	3.5791	3.6600	3.7240	3.7100	3.7200	3.7100	3.8900
EUR/USD	1.4351	1.4400	1.4500	1.4400	1.4300	1.4400	1.3600
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.00%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	8.71%	9.20%	9.80%	10.30%	11.10%	11.00%	11.50%

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.