

Makroskop

12 - 18 Temmuz 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

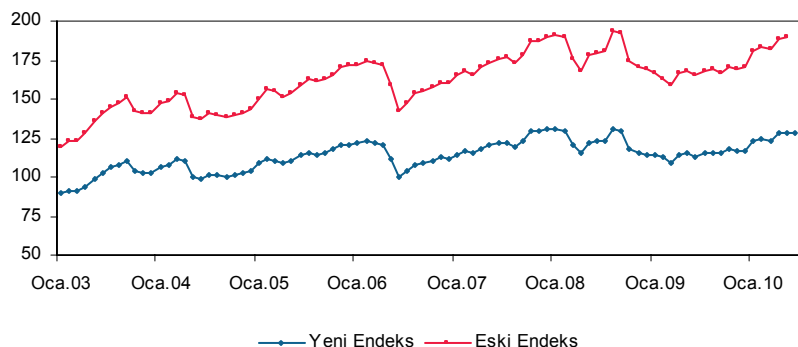
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Kur'u Tartışalım, Kuru Tartışmayalım...

Avrupa ekonomilerine ilişkin risklerin daha fazla vurgulanması ve bu bölgede beklenen yavaşlama ile beraber Haziran ayında ihracat artış hızımızın % 13'e gerilemesi, projeksiyonları yeniden TL'nin değerlendirilmesi ve esas olarak dalgalı kura geçtiğimiz 2001'den beri tartışması hiç bitmeyen kur rejimi üzerine yöneltti. Son dönemde basının bir kısmında ve hükümetin içinde bu probleme bir çare bulunması yolundaki çağrılarının giderek daha yüksek sesle dillendirildiğini görüyoruz ki, bu ise Merkez Bankası üzerindeki baskıların artmakta olduğu anlamına gelmektedir. Neyse ki, Banka bu tür yoğun saldırılara karşı şerbetli. Ayrıca, en azından faizlerin geldiği düşük seviye ve uluslararası karşılaştırmalarda bile dünyadan kopuk seviyelerin olmaması, yüksek faizle kuru düşük tutuyorsunuz söylemiyle saldırıları mesnetsiz kılıyor. Çok sıkıysa da, başka bir adresi işaret edebilir. Zira, TCMB kanunu "*Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini (değerini) tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek*" der ki bu da operasyonel bağımsızlığına rağmen tek başına bir değişikliğe gidemeyeceği anlamındadır. Ayrıca, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide, faizleri kontrol etme görevi verilen bir Merkez Bankası'nın kurları da kontrol etmesinin mümkün olmadığı (imkansız üçlü) da söylenebilir ki, Pandora'nın kutusu açıldığında sermaye hareketlerini kısıtlamanın ve enflasyon hedeflemesi rejiminin de tartışmanın içine çekilmesi gerekecektir. Aslında akıllardan geçen ne olduğu da belli. Kimsenin Çin'in bile artık uygulamadığı sabit kur politikasına geçmeyi önerdiği yok, arzulan TL'nin belirgin olarak değerlendirilmesini engelleyecek "yönetilebilir" bir kur politikası dizayn etmek. Dolayısı ile, tartışma doğru olmayan argümanlarla ve yanlış adreslerle sürse de, üzerinde düşünölmeye fazlasıyla değer bir konu olduğu göröşündeyiz. Yönetilebilir kur politikası uygulama teşebbüslerinin, hiç de kolay ve başarılı olmadığını, 1990'ların ikinci yarısındaki "enflasyon kadar devalüasyon" politikası uygulamasını hatırlayanlar gayet iyi bilir. 1995'de 100 olan reel kur endeksi 1999 sonuna gelindiğinde 127 seviyesine ile belirgin bir değerlendirilmeye işaret ediyordu.

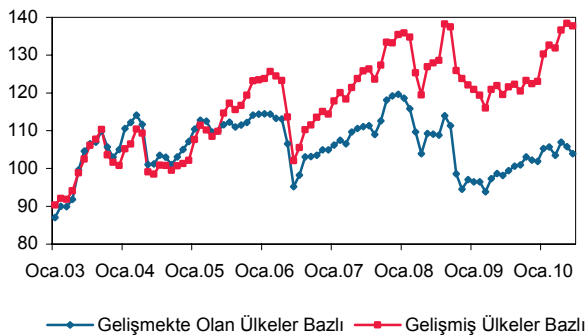
TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100) ve TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)



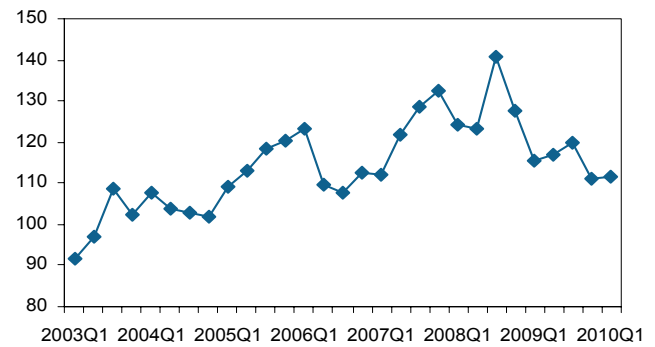
Peki yapılabilecek hiç bir şey yok mudur?... Bu konuda en fazla kafa yoranlardan biri de mevcut para ve kur politikasının mimarlarından TCMB eski Başkan Yardımcısı Fatih Özatay ki, ilgili kısmını aşağıda alıntılıdığımız son yazısında mevcut koşullar altında bize de mantıklı gelen bazı önerilerde bulunmuş. "Mevcut enflasyon rejimi altında Türkiye'nin rekabet gücünü de dikkate alacak bir döviz kuru politikası yürütülebilir mi? İşte bu sorunun yanıtı olumlu: Evet, yürütülebilir. Şöyle: Her şeyden önce şu andaki konjonktürde kısa vadeli sermaye girişlerini (sıcak parayı) maliyetli hale getirerek caydıracak politikalara en azından antipati duyulmadığına dikkat etmek gerekiyor. Türkiye de böyle bir politikaya yönelebilir. Bunu yaparken diğer ülke deneyimlerine mutlaka bakmak gerekir. Hem kötü örnekler hem de sağlıklı işleyenlere. Bu ilk adım olsun. İkinci olarak, enflasyon biraz daha düşükten sonra, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanış biçimi değiştirilebilir. Az önce saydığım iki değişkene (enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki fark ile üretim düzeyi ile potansiyeli arasındaki fark) ek olarak **Merkez Bankası paramızın reel değerinin belli bir düzeyden sapsmasına da doğrudan tepki vermeye başlar. Teknik deyimle artık Merkez Bankası'nın 'amaç fonksiyonu'nda üçüncü bir değişken daha olur: Reel kur ile 'denge değeri' arasındaki fark.** Üçüncü olarak da döviz alım ihalelerindeki alım miktarını yukarıya çekebilir Merkez Bankası. Ama bu çerçevede yapabileceklerin sınırlı olduğuna dikkat etmek gerekiyor. Zira satın aldığı döviz karşılığında piyasaya çıkan para Merkez Bankası'nı rahatsız edecek aşamaya gelmemeli. Ek olarak da döviz alım ihalelerinin sürdürülemeyeceği koşullar var. Yakın geçmişte birden çok kez bu ihalelere ara verildiğini hatırlayın."

Elbette, yukarıda bahsedilen dört önerinin hepsinin birlikte ya da ayrı ayrı uygulanmasına bağlı olarak TL'nin değerindeki etkilenme farklılaşacaktır. Bize göre, bu önerilerin en çarpıcısı politika faizini belirleyen denkleme reel kuru eklemek ki Özatay'ın bu öneriyi uzun süredir yaptığını biliyoruz. **İşin başka bir ilginç tarafı ise, Banka'nın eski bir yöneticisinden gelen bu önerinin, Merkez Bankası'nın kamuoyuyla paylaşılmayan mevcut tepki (amaç) fonksiyonunda döviz kurlarıyla ilgili bir değişken olmadığı anlamına gelmesi. Gerçekten böyle midir ya da başka bir şekilde kurlar denkleme girmekte midir veya görevden ayrıldıktan sonra geçen dönemde bir değişiklik olmuş mudur, şeklinde akla gelen tüm bu sorulara Banka tarafından bir açıklama getirilmesinin, tartışmaların doğru bir yönde ilerlemesi açısından faydalı olacağını düşünüyoruz.**

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Göre REK Göstergeleri



Birim İş Gücü Maliyeti Bazlı Reel Kur Endeksi (2003=100)



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkez Bankası'nın bu konudaki tartışmalara başlangıç noktası olacak önemli bir çalışmayı da (*) geride bıraktığımız hafta kamuoyunun dikkatine sunduğunu izledik. Değişen uluslararası ticaret yapısı nedeniyle reel efektif döviz kuru endekslerinin Türkiye'nin ticaret yaptığı mal ve ülke yelpazesini yansıtmak üzere güncellenmesini amaçlayan bu çalışmanın ulaştığı sonuçların ayrıntılarına girmeyeceğiz ama eski endekse göre çok daha düşük olsa da TL'de değerlendirme eğilimine (2003 ile 2010 arasındaki 7 yılda yaklaşık % 27, yıllık değerlendirme ortalama % 3.5) işaret ettiğini belirtelim. Ancak, değerlendirilmenin özellikle bu yıl, nominal kur hareketinden çok dünya genelinde çok düşük

seyreden enflasyona karşılık bizde TÜFE'de gözlenen sıçramadan kaynaklandığını da vurgulamalıyız. Bu yılın ilk yarısında eşit ağırlıklı kur sepetinde düşüş % 4.6 olmuş, buna karşılık aynı dönemde reel kur endeksindeki değerlenme % 9'u aşmıştı. Bu bağlamda, son aylarda belirginleşen enflasyondaki düşüş eğiliminin devam etmesi ve kur sepetinde gözlenen yükselişin sürmesi durumunda söz konusu endeksler de değerlenmenin azaldığını yansıtacaktır.

TCMB, bu çalışmada klasik fiyat bazlı reel kur endekslerinin yanısıra birim işgücü bazlı reel efektif döviz kuru endeksi de türetmiş, ayrıca TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksini, ülke ağırlıkları hesaplamalarına dahil edilen gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları için ayrı hesaplamıştır. Birim işgücü bazlı reel kur rekabet gücü karşılaştırmalarında, ülke grupları bazlı reel kur ise ihracattaki rakip ülkelere göre durumu daha net olarak ortaya koymada yardımcı olacaktır.

Sonuç olarak, daha yüksek büyüme potansiyeline sahip olan gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin verimlilik farkları nedeniyle bir miktar değerlenmesinin normal görülmesi gerektiği teoride de (**) belirtilir. Ancak, yerel para biriminin belirgin olarak değerlenmesi bir çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye ekonomisi için de getirdiği faydaların (düşük enflasyon ve hizmetler sektörünün büyümesi) yanında bir çok soruna da (rekabet gücü azalışı ve ithalat artışı) yol açmaktadır. Dış ticarete konu olan malları üreten sektörlerin aleyhine olan bu dönemlerde, Merkez Bankaları ve uyguladıkları politikalar hedef tahtasında olur, hükümetlerin de bu yapının oluşmasında büyük payı olduğu gözden kaçır. Oysa, geçmişi çok da eski olmayan bu düzenin dışına çıkmadan da halen yapılabilecekler olduğu, tartışmaya katkıların teşvik edilmesi gerektiği unutulmamalıdır.

(*) Uygulanan yöntemle ilişkin detaylar için bakınız: Saygılı, H., Saygılı, M. ve Yılmaz, G. Türkiye için Yeni Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri. TCMB Çalışma Tebliği No: 10/12. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2010/WP1012.pdf>

(**) Samuelson-Balassa hipotezi uzun dönemde reel döviz kurlarındaki değişimi, ülkelerin ticarete konu olan ve olmayan sektörlerinin göreceli fiyatları ve bu fiyatları belirleyen göreceli verim hızlarındaki değişim ile açıklar.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde, Pazartesi günü açıklanacak olan cari açık, Perşembe günü PPK faiz kararı ve işsizlik oranı önemli olacak. Yurtdışında, ABD'de enflasyon, perakende satışlar ve sanayi üretimi, izlenecek en önemli veriler arasında yer alıyor. Ayrıca, ABD NY Fed imalat sanayi, Philadelphia Fed ve Michigan tüketici güven endeksleri Temmuz ayına ait ilk sinyalleri verecek olmaları nedeniyle piyasanın odağında olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Cari Açık, May.	US\$ mln	12 Tem., 10:00	3,200
Orta	Merk. Yön. Bütçesi FDF, Haz.	TL mln	15 Tem., 10:00	-
Yüksek	İşsizlik Oranı, Nis.	%	15 Tem., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	15 Tem., 19:00	Değ. yok (Değ. yok)
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	16 Tem., 10:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Tem.	-	13 Tem., 12:00	24.0
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, May.	US\$ mlr	13 Tem., 12:00	-39.5
Yüksek	ABD	Perak.Satış.Toplam & Oto.Hariç, Haz.	% aylık	14 Tem., 15:30	0.0 & 0.0
Orta	ABD	NY Fed İmalat Sanayi Endeksi, Tem.	-	15 Tem., 15:30	18.95
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Haz.	% aylık	15 Tem., 15:30	0.1 & -0.1
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Haz.	%	15 Tem., 16:15	74.2
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Haz.	% aylık	15 Tem., 16:15	0.1
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Tem.	-	15 Tem., 17:00	11.5
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	15 Tem.	Değ. yok
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, Haz.	% aylık	16 Tem., 15:30	0.1 & 0.0
Orta	ABD	Michigan Tüketici GÜv. End., Tem.	-	16 Tem., 16:55	74.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL)	954.0	1,095.5	1,203.7	1,317.6
GSYİH (Mlr US\$)	616.6	716.0	779.1	839.3
GSYİH büyümesi	-4.7	7.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	7.2	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-38.6	-64.2	-72.9	-74.2
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	103.3	117.8	140.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	167.6	190.8	214.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-13.8	-37.1	-42.5	-40.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-5.2	-5.5	-4.8

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	9 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5447	1.5600	1.5500	1.5500	1.5300	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9543	1.9500	1.9500	1.9700	2.0000	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.4990	3.5100	3.5000	3.5200	3.5300	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.2652	1.2500	1.2600	1.2700	1.3100	1.2700	1.3500
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.75%	7.00%	9.00%
Gösterge Tahvil	8.40%	8.50%	8.90%	9.20%	10.30%	9.20%	11.00%

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.